私募股权投资和尽职调查手册

VISIT…

LANZAROTE Caliente.com

引言

该手册的主要目的，是为了建立一套规范、严谨、高效的私募股权投资和尽职调查体系，为投资打好基础。采用该体系的好处包括：

- 非常系统和有逻辑的对标的进行判断，降低投资风险；
- 通过清单式的工具，提高工作效率；
- 加快人才培养速度，压缩学习周期；
- 养成良好工作习惯，对标一流投资机构；

投资的本质是用合理的价格买有价值的东西。该手册分三阶段，二十个章节来回答这个问题。

阶段	相关章节
准备阶段	解释投资最朴素，那些不以时间和时空的变化而变化的基本原则。 ■ 第一章　投资的方法论 ■ 第二章　投资的思考框架 ■ 第三章　私募股权的投资策略和借鉴 ■ 第四章　失败项目的原因 ■ 第五章　私募股权投资是否很赚钱 ■ 第六章　投资中的概率学 ■ 第七章　投资中的心理学 ■ 第八章　投资中的周期
实施阶段	解释尽职调查的目的、工作开展的方式、写作的内容、及细节的要求。 ■ 第九章　投资的决策机制 ■ 第十章　尽职调查的目的、关注领域、调查方式 ■ 第十一章　尽职调查报告的核心写作要素 ■ 第十二章　案例解析 ■ 第十三章　尽职调查的工作安排 ■ 第十四章　写作规范和细节要求
落实阶段	介绍了股权并购的估值方式、谈判、和协议条款等。 ■ 第十五章　估值方法 ■ 第十六章　核心条件谈判 ■ 第十七章　股权投资协议 ■ 第十八章　投前投后管理 ■ 第十九章　退出方式 ■ 第二十章　番外篇-网友的一些问题

阅读说明

- 该手册最大亮点，是能解答新入行朋友最初的困惑和迷茫，解决问题，节约时间。
- 该手册所述内容，更适合 PE，对 VC 和股票投资也有借鉴。
- 该手册目标读者，更适合未入行或新入行的朋友。
- 该手册写作风格，以通俗口语化为主，说人话，确保容易理解。
- 该手册内容来源，多源于公开文摘、书籍、及个人经验总结，非常具备实践价值。
- 该手册更新速度，每周更新，持续优化；任何我想到、听到、看到的只言片语，都会更新其中。
- 该手册内容深度，不单回答 Why 和 What,随着版本更新，更强调 How。
- 该手册内容局限，不涉及基金管理，例如基金募资、基金结构，日常管理等。

目录

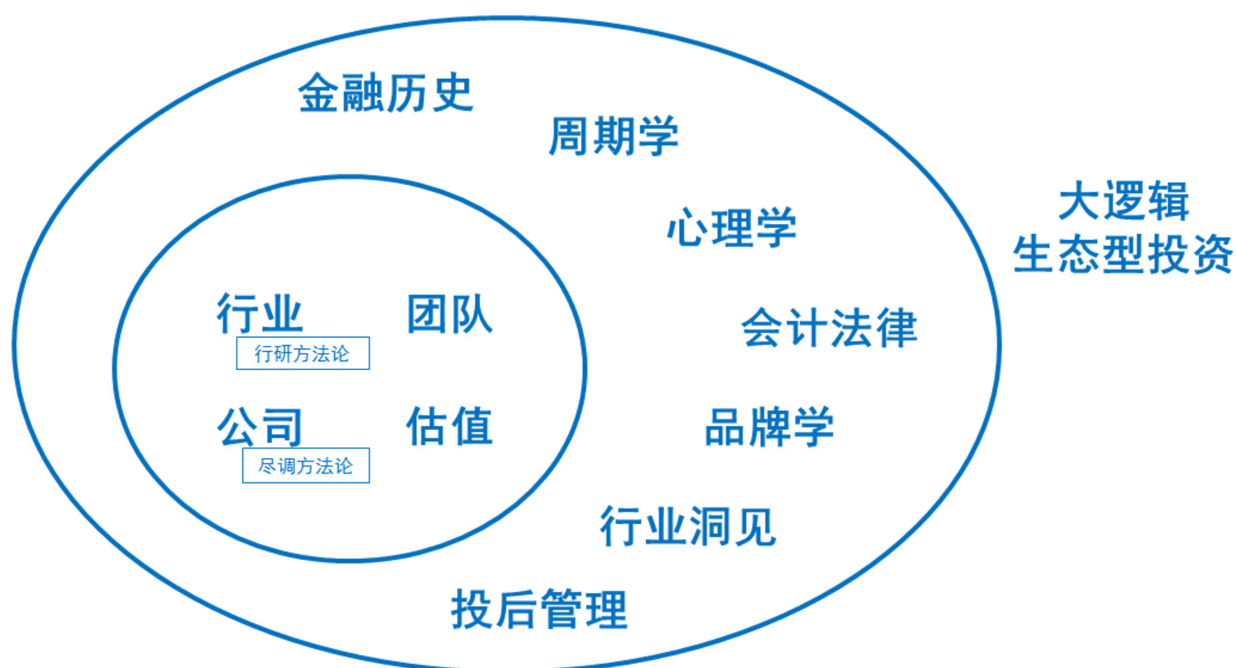
手册起源 2
引言 3
阅读说明 7
目录 8
第一章　投资的方法论 9
第二章　投资的思考框架 75
第三章　私募股权的投资策略和借鉴 126
第四章　失败项目的原因 134
第五章　私募股权投资是否很赚钱 135
第六章　投资中的概率学 150
第七章　投资中的心理学 161
第八章　投资中的周期 180
第九章　投资的决策机制 205
第十章　尽职调查的目的、关注领域、调查方式 208
第十一章　尽职调查报告的核心写作要素 216
第十二章　案例解析 255
第十三章　尽职调查的工作安排 265
第十四章　写作规范和细节要求 271
第十五章　估值和风险 273
第十六章　核心条件谈判 290
第十七章　股权投资协议 292
第十八章　投前投后管理 305
第十九章　退出方式 314
第二十章　番外篇-网友的一些问题 320

第一章　投资的方法论

一、手册思维导图

笔者梳理二十个章节互相之间的关系和脉络。

最外层是投资的大逻辑，做投资的顶层战略设计。中间层是投资所需具备的复合型知识体系。最内层是项目尽职调查的方法论。



二、明确投资的大方向，大逻辑

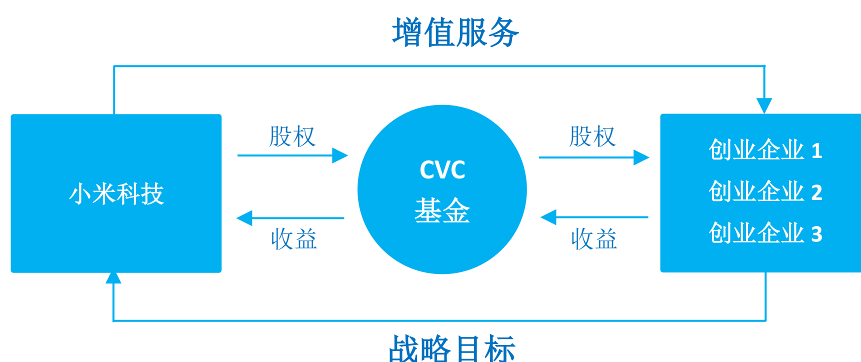
简单说，根据自身平台的优劣势和能力圈，确定投资的主题、行业细分，和打法。要争取做到连小白都能听懂，会相信的程度。

管理层需明确公司未来 5-10 年想要什么，决定了投资的目的和方向。这对具体投资工作的开展，非常重要或决定成败的基本面。看不明白未来 5-10 年，会很危险。

这其实是投资开始时很难的工作，我举几个典型案例，大家感悟下。

（一）小米科技

小米科技作为产业资本，为打造产业生态闭环，寻找未来业务增长点，采用 CVC 模式（Corporate Venture Capital）。CVC 指投资于外部创业企业的企业基金。CVC 设立的战略目标更多的是配合母公司的长期战略，以投资方式驱动创新与模式扩张，并依托母公司的业务优势为被投创新企业提供独特的增值服务。典型 CVC 组织结构如下图所示。



选择 CVC 模式的四个驱动因素。

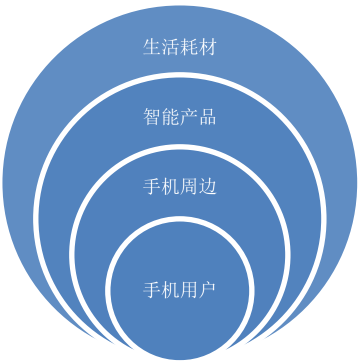


1、小米的投资主题

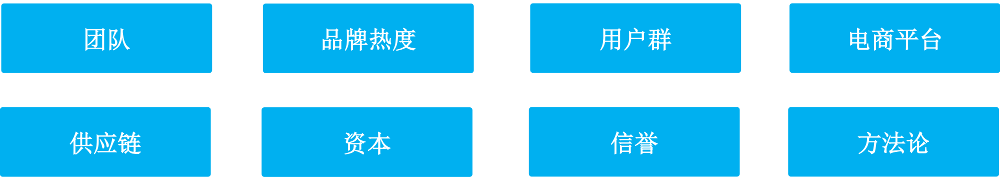
小米认为做任何事前，要找到这个时代最大的逻辑，能成全你的逻辑。因此，确定三个投资主题：消费升级、新零售、和物联网。

2、小米的资源和能力圈

（1）小米以手机产品起家，并逐渐延伸至手机周边，智能产品、生活耗材。其中，生活耗材是指毛巾、牙刷、口罩等标准品。部分产品是低频次的，但组合在一起卖，给用户高频次的体验。用一个东西吸引用户，然后用户会慢慢爱上小米的产品，去买其它产品。



（2）创业七年沉淀如下



完成商业闭环，拥有自己的渠道，卖自己的产品。拥有产品的定义权和定价权。最终，效率就很高，做到高性价比。公司才能作为平台，来投资孵化其他初创公司。

3、小米的投资原则

（1）市场足够大；

（2）现有的产品有痛点或不足；

（3）产品容易被粉；

（4）符合小米用户群，能享受小米的流量红利；

（5）团队足够强，能降维攻击对手；

（6）团队和小米有共同价值观，如追求高性价比。

最后，小米承认没有哪家公司，对未来的想象是正确的。因为，小米投资布局 200 家，假设其中 50 家成功，这 50 家就成为小米未来的新版图，是随机的。未来是怎样的，这个版图就会生长成怎么样。其中，会有一两家公司可能超越小米。

Tips:定义工作应追溯公司的历史，发现自身的强项和短板，所谓“connecting dots”，要诚实、客观。

（二）腾讯控股

腾讯作为产业资本，通过投资打造庞大的生态圈，志在竞争对手前发现新的赢利点。近 7 年投资超 200 家企业，总投资约 500 亿元。



与腾讯核心主业完全契合的公司

- 与腾讯核心竞争力，如游戏、社交、移动 APP 等完全重合的公司
- 控股并购为主

围绕腾讯核心主营业务向价值链上下游延伸的公司

- 沿产业链布局，投资成熟的垂直行业领导者
- 少数股权投资，利用流量优势确立一定话语权
- 参股方式，平均占有 20%股权

腾讯可以挖掘未来增长点，构建未来生态圈

- 围绕互联网相关领域，在医疗、汽车等垂直电商，020 电商领域展开早期投资
- 泛互联网行业投资，成为腾讯生态布局的一部分
- 参股方式，平均 10%

腾讯通过三个层次的投资并购，与其他产品结合，增强自身作为社交的基础设施功能。腾讯既能给予被投公司流量，被投公司通过新业务发展，也能反哺腾讯流量。最终，用户到哪儿都绕不开腾讯的产品。

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

（三）其他财务投资机构

这种财务机构很多，比如九鼎、盈科。主要还是投资看得懂，存在增长空间，未来能符合上市公司条件的企业。

要点总结：

- 所谓水大鱼大。要选择一个足够大的池塘，里面的鱼才有可能多，才可能长大。同样，选择的行业要足够朝阳，可以开垦足够长的时间，才能投出好项目。
- 投资方向和策略的定义并不容易，开始不一定清晰，是摸索出来的。只是事后看，觉得逻辑很通畅而已。

三、投资的逻辑

投资的逻辑很多。最本质是发现“好行业+好公司+好价格”或“好产品+好市场+好团队+好时机”，其他 N 多版本的投资逻辑，实质都差不多。如展开表述，可分为七个要点。详细思考框架，参考第二章。

（一）解决一个什么需求

是刚需还是弱需求？是创造出来的需求（例如 iPhone），还是需求替代（例如 Netflix）。

（二）市场容量是否足够大，最好有百亿元以上（大小、增长率）

面向大众，还是小众市场？是现在就有的市场，还是需要培育的市场？培养成本有多大？

一个企业能够发展的好坏与否，以及能够长期持续稳定的发展，与该企业所处的行业环境有极大的关系。如果这个行业是个朝阳行业，有着明确且美好的发展预期，那所处这个行业的企业也就有更大的可能，分享行业发展的成果。

如果这个行业已经属于夕阳行业，尽管我们不能排除坏的行业里也会有好企业，但是普遍情况下企业的发展前景会打一个大的折扣。我们在判断一个企业的投资价格或者是否符合上市条件的时候，更多的就是对企业所处行业的一种判断。

（三）促进该行业发展的因素是否还存在

以环保行业为例，是典型的政策驱动型行业。污染物排放标准，政府环保考核指标的升级都是驱动因素。又比如，2009 年国家推行四万亿经济刺激计划及基础设施建设，对机械工程行业产生重大的刺激，并在 2011 年形成该行业景气的顶点。

（四）行业是否有足够的壁垒和门槛，不是谁想做就做

是否需要足够高的资本、技术、品牌和业绩等壁垒和门槛。

例如，滴滴的资本壁垒；百度的技术门槛、阿里的规模和体系化建设门槛。

（五）创始团队

至少必须是一个值得信赖的企业家。从年龄结构看，30-48 岁是创业的黄金年龄。

（六）找到企业过去成功的因素。

分析在未来新技术/竞争者/消费方式出现后，能否依然保持竞争优势，不受影响。

（七）好价格，不能太贵

要点总结：

- 所以，好的项目少，是合情合理的。
- 做尽职调查可以且必须全面细致；但项目的整体判断，又要有首席投资官的高度，要少而精。

思考

一些最有用的商业思考方式，把一个看似复杂的问题拆解成各个细小的组成部分，并最终合成为一个公式。例如：

- 产品价值 = (新体验 - 旧体验) - 换用成本
- （Price x Convinience）^ Brand ，便宜的价格乘以便利性，再在品牌的作用下，获得指数级的加成。
- 当前企业价值 = 去年企业价值 * 打折率 + 新创造价值

➢ 案例分析 – 天真蓝

虽然投资逻辑，行业研究的方法论很多，如果硬去套，很多行业是很烂的。例如，开一家证件照相馆，第一感觉就很烂的行业和生意，肯定不会联想到什么好事，而且往往和复印店混搭开。关键词：20 块一张、立等立取、丑、凑活

然而，非常有意思的案例“天真蓝”，素有最美证件照相馆美誉。建议大家可以去实体店看看，生意火爆，必须提前预约，而且前 15 天往往定满。

如果根据行业分析，真是差极了。市场需求很大，但极度分散，消费频率很低，行业壁垒为零，谁都能做。但实际上，天真蓝对商业模式进行了重新组合，关键词：预约、标准化、客单价 200-300/张、美、满意。我作为顾客，拍了两张将近 400 元，比普通证件照贵了 10 倍，但觉得效果很赞，这种服务很有价值。

所以，抛开高大上的投资方法论和行业研究，关键还是要能把事做好，能提供价值，让客户觉得很赞，下次还会再来，有美誉度。Apple 首席设计师 Jony Ive 说过：“好的产品是，本来就应该是这样”。

表面看“天真蓝”的生意门槛为零。实际上，把拍证件照做到高度标准化+质量保证+口碑人气的积累+规模，本身就是一种壁垒，而且越来越高，良性循环+马太效应。这门生意的实质，是在抢原有存量劣质证件照的市场。

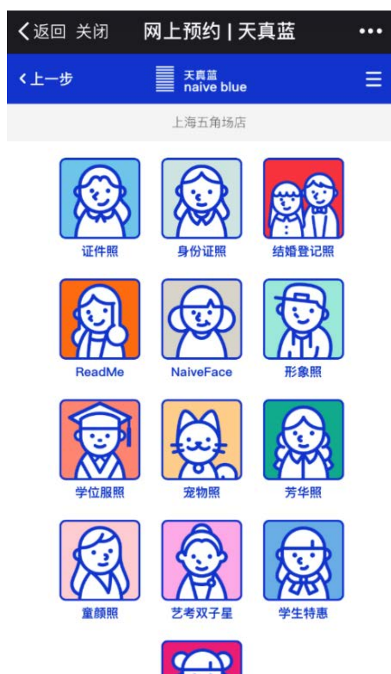
更深入分析，天真蓝同时做对两件事，包括用户价值与体验 + 企业效率的提升。对用户价值的“多快好省”做了取舍，追求“好”+“多”。对企业成长的“广深高速”，追求“深”。

	传统照相馆 -> 天真蓝
用户价值与体验	正面价值突出 ■ 相片凑活 -> 令人满意的证件照质量 ■ 一般就选单张 -> 很多张选择（因为拍的漂亮，所以才会选多张） ■ 场面凌乱，档次低端 -> 专业而舒适的拍摄体验

	当然，也存在负面价值,但影响不大 ■ 路边店很多 -> 门店少，上海仅两个，交通成本提高 ■ 立等立取 -> 修图 5 个工作日 ■ 价格低廉，仅 20 元 -> 较贵，单张 200 元起
企业效率提升	■ 营业员自己做全套 -> 许多客服、化妆师、摄影师、修图师进行分工，极大提高人效 ■ 店面小，坪效低 -> 店面大，非核心地段，坪效高，租金低 ■ 获客靠地段，自然流量 -> 获客靠口碑，成本低廉，品牌和口碑有沉淀
总结	用户价值与体验非常突出，专注“好”（最美证件照）。企业效率提升，极大提高人效+坪效，获客靠口碑。虽然，出行成本和相片价格确实高出不少。但人一辈子也拍不了几次证件照，所以影响不大。这种对商业模式价值的再组合，并不是行业研究能轻易发现的。











➢ 案例分析 －熵简科技

笔者由于工作关系，需要一种工具，能第一时间捕捉市场信息，找到投资的好苗子。

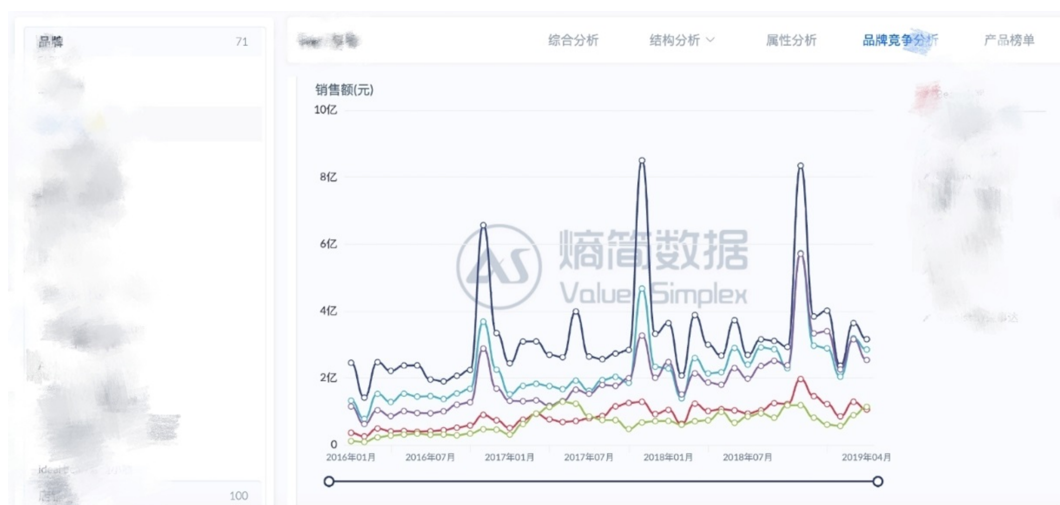
熵简科技定为清晰 - 让数据金矿触手可及，专注为投资机构和消费型企业部建立数据情报系统。

中国市场上的数据情报公司很多，从老牌企业到一些小作坊。从单纯技术角度，各家的信息捕捉技术虽然确实会有区别，但头部几家公司的实力，足以保证在数据源头上，不会有特别大的差异。

关键在于对客户的理解能力，以及更好满足客户需求的能力。最终体现在产品力上，这就是差异和独特的竞争力。熵简科技能实现数据捕捉的足够广度和深度，广度就是能一网打尽，深度就是能穿透到底，但这只是基本功。关键是对投资机构的核心需求 - 找到好的投资标的，从产品设计和用户体验实现了大幅度的改进，超出其他竞品很多。

笔者进一步比较其他家，发现差别相当于，打个比方，就是智联招聘和 51JOB，与猎聘和 BOSS 直聘的区别。前者属于上个时代。

如下是熵简通过爬虫技术，对某行业若干竞品的业绩分析。



笔者调查发现，熵简科技获得小米、嘉实基金等知名机构的投资。进一步从领英调查创始人费斌杰的履历，笔者最终发现，他能做好产品的线索和背后原因。

费斌杰 2010-2016 年清华大学，工程教育背景，有扎实的 IT 知识和应用能力。毕业后，在嘉实基金担任研究员，但工作一年后就开始创业。笔者推测，是投研工作需用到情报系统和爬虫技术，但外部供应商方案都无法很好的满足需求，所以费斌杰决定自己干，自己帮自己解决问题。费斌杰最开始就得到自家单位-嘉实基金的早期投资。

所以，从创投角度看，这种类型的创业动机是最好的情况，因为创业者本身就是自己的客户，对打造产品自然能非常精准，解决问题。笔者后来也找到熵简团队，确认情况确实如此。

笔者非常认可这种创业动机，认可该公司的产品，也看好这家公司的成长性，所以特别收录作为手册案例。当然，公司由于是纯技术背景，所以在市场宣传和营销方面的工作投入不足，市场的传播声量不够。如果未来能提高这块，相信成长的速度可以更快。

费斌杰

一只热爱技术的金融狗

Experience

创始人
熵简科技
Jul 2017 – Present · 2 yrs
中国 北京市区

研究员
嘉实基金
Jun 2016 – Jul 2017 · 1 yr 2 mos
中国 北京市区
负责TMT行业投资研究工作

Education

清华大学
硕士, 五道口金融学院
2014 – 2016

清华大学
学士, 工业工程
2010 – 2014

Georgia Institute of Technology
2012 – 2013

熵简数据
Value Simplex

我的书单，每本都很赞！

这是我精心挑选的书籍，每本我都看过，还会持续更新。我知道大家都很忙，但希望年轻伙伴们拼了小命也要争取看完，因为这是一个比较完整的复合知识体系。帮助我们更好的面对人生，做出更明智的选择。

时间从哪来？每天早起一小时，晚睡一小时，路上的、等待的、周末的、晚上的时间。孙正义说过：“大学时，超越物理界限拼命的学习，要用吃掉老师的气势来学习”。

（一）投资理念

书籍	简介
	书名：穷查理宝典 作者：查理芒格，彼得考夫曼 简介：芒格智慧语录，人生和投资中最基本的原则和普世智慧。我最爱的就这本啦。 优先级：必读
	书名：投资中最简单的事 作者：邱国鹭 简介：解释投资最朴素，那些不以时间和时空的变化而变化的基本原则。部分内容和芒格类似，但更具操作性。 先级：必读
	书名：投资最重要的事 作者：霍华德·马克斯 简介：关于价值、价格与风险，保守的投资策略。 优先级：必读
	书名：风投的选择 作者：沙阿 简介：美国风投家 Tarang 采访了 35 个知名的投资人，以谈话的形式，探究他是如何看项目的，成功和失败的经验。适合 VC 投资。 优先级：必读

	书名：投资至简 作者：静逸投资 简介：扎实的价值投资理论体系，对四个关键问题，包括商业模式、行业空间、护城河和企业管理水平进行深入阐述。 优先级：必读
	书名：聪明的投资者 作者：本杰明·格雷厄姆 简介：《证券分析》其实写的比较苦涩，难以理解，所以格雷厄姆写了这本更适合大众阅读的，可视为简化版。 优先级：必读
	书名：证券分析 作者：本杰明·格雷厄姆 简介：价值投资理论的老祖宗，巴菲特的老师，保守的投资策略，追求安全边际。投资二级市场必读。 优先级：必读
	书名：巴菲特之道 作者：罗伯特·哈格斯特朗 简介：号称最详实记录巴菲特及其投资理念的书籍。给出很多历史投资案例及基本面和估值的分析方法。以及投资的理念。 优先级：必读
	书名：穿过迷雾：巴菲特投资与经营思想之我见 作者：任俊杰 简介：本书也非常细致的讲解了巴菲特的方法论。感觉比《巴菲特之道》还要详细。市面上巴菲特的书虽然很多，但还是建议都看看，因为只有这样，才能加深理解。毕竟巴菲特本人并没写过任何书籍。 优先级：必读
	书名：巴菲特致股东的信 作者：劳伦斯 A.坎宁安 简介：巴菲特本人并未写过任何书籍，但笔者把伯克希尔历年至股东的信，按照不同主题归类形成本书。汇集了巴菲特的思想和智慧。 备注：该书有两个翻译版本，笔者阅读的是陈鑫翻译的，后半部分质量差。可以试试路本福版。 优先级：必读
	书名：巴菲特的护城河 作者：帕特·多尔西 简介：聚焦解释了企业护城河或持续竞争力的实质。包括品牌和无形资产，替换成本、网络效应、成本优势，规模效应。 优先级：选读

	书名：投资的护城河 作者：希瑟·布里林特 ，伊丽莎白·柯林斯 简介：和巴菲特的护城河类似类似，但扩展了估值方法和各行业护城河的案例。 优先级：选读
	书名：怎样选择成长股 作者：菲利普·A·费舍 简介：巴菲特的投资理念，主要来自格雷厄姆和费舍，其实都是巴菲特的老师。格雷厄姆的价值投资+安全边际理念，而费舍是关于判断企业成长性。翻译有点差，读起来略费劲。 优先级：必读
	书名：安全边际 作者：塞思·卡拉曼 简介：内容被很多书籍引用过。所谓安全边际就是晚上睡得着比生命都重要。本书已绝版，可在淘宝搜索到。 简单 优先级：必读
	书名：Seeking Wisdom 作者：Peter Bevelin 简介：很好归纳芒格关于心理+统计+价值观+素养，应该是我见过比较系统完整的一本。此书只有英文版。但有个民间翻译的中文版（未发行）。 优先级：必读
	书名：股市进阶之道 一个散户的自我修养 作者：李杰 简介：该作者的投资体系完全来自巴菲特，并加入自己的心得体会，极具实操价值。值得阅读。 优先级：必读
	书名：漫步华尔街（第 11 版） 作者：伯顿 G.马尔基尔 简介：揭穿投资中 N 多种不靠谱的套路和陷阱，包括广为流传的 K 线图和贝塔。唯有价值才能最终在市场中长期获胜。 优先级：选读
	书名：赢得输家的游戏 作者：查尔斯·埃利斯 简介：在一个注定大多数人都是输家的游戏中，如何才能赢？学习投资历史、均值回归、注重长期投资的重要性。如何通过避免简单的错，给自己带来优势。 优先级：选读

	书名：小乌龟投资智慧 如何在投资中以弱胜强 作者：伍治坚 简介：知乎大 V 伍治坚基于证据和统计的各种观点，帮助投资者排除投资中的陷阱。 优先级：选读
	书名：小乌龟投资智慧 投资丛林生存法则 作者：伍治坚 简介：知乎大 V 伍治坚的第二本书籍。 优先级：选读
	书名：与巴菲特共进午餐时，我顿悟到的 5 个真理 作者：盖伊·斯皮尔 简介：中文书名没翻译好，但内容很好。一个走过弯路投资人的成长历程，代入感强。 优先级：选读
	书名：策略投资 作者：王成 简介：早前国泰君安策略分析师王成的作品，集大成的策略投资心得汇编，非常用心。 优先级：选读
	书名：投资的奥妙 作者：陈嘉禾 简介：透过中国文化看投资。 优先级：选读

（二）金融历史

书籍	简介
	书名：文明、现代化、价值投资与中国 作者：李录 简介：喜马拉雅资本创始人李录多年阅读和深度思考，总结出 3.0 文明是现代科技和自由市场经济的结果，是 1+1>4。 优先级：选读
	书名：共同基金常识 作者：约翰·博格 简介：基金管理行业的必读，关于投资的常识。回报会随着时间日益增多，成本会随着时间变本加厉，而风险会随着时间相对缓和。 优先级：必读
	书名：股市长线法宝 作者：杰里米 J. 西格尔 简介：介绍历史两百年的股票收益和风险历史，可以当做金融历史书看。很多内容在《投资收益百年史》和 《漫步华尔街》都有涉及。 优先级：选读
	书名：投资者的未来 作者：杰里米，J. 西格尔 简介：关于增长陷阱的常识，补充性质的书籍。 优先级：选读
	书名：投资收益百年史 作者：迪姆森 简介：笔者花了 14 年时间，详实统计了主要资本市场 1900-2000 年股市、债券和通胀的走势。本书绝版，淘宝买。 优先级：选读
	书名：非理性繁荣 作者：罗伯特·J·希勒 简介：关于过去 100 年，金融和房地产泡沫的历史。 优先级：选读

	书名：与天为敌 风险探索传奇 作者：伯恩斯坦 简介：投资中，关于金融风险的历史。 优先级：选读
	书名：机构投资的创新之路 作者：大卫・F・史文森 内容：这本书对机构管理者有用。介绍最为成功的捐赠基金之一，耶鲁大学捐赠基金的投资模式和借鉴，资产配置，比较宏观。 优先级：选读

（三）战略、营销

书籍	简介
	书名：管理品牌资产 作者：David A.Aaker 简介：体系化的介绍品牌资产要素，忠诚度、知名度、感知质量、品牌联想和其他专属资产。 优先级：必读
	书名：升级定位 作者：冯卫东 简介：天图投资冯卫东主笔，将定位理论结合中国情况的品牌定位方法论。在高维学堂又有直播课程《冯卫东 升级定位 24 讲》。 优先级：必读
	书名：定位 作者：艾里斯 杰克特劳特 简介：消费者的心智一旦形成很难改变。创造能代表品类的品牌。 优先级：必读
	书名：品牌的起源 作者：艾里斯，劳拉里斯 简介：从物种起源的角度，介绍了品牌发展中融合和分化的区别。分化才是趋势，融合偶尔才发生。 优先级：必读
	书名：商战 作者：艾里斯杰克特劳特 简介：商战就是要占领消费者的心智。 优先级：必读
	书名：品类战略 作者：张云，王刚 简介：发现品类机会，成为消费者心智中品类代表，最终主导品类，创建真正的强大品牌。 优先级：必读

	书名：什么是战略 作者：杰克特劳特 优先级：选读
	书名：互联网商规 11 条 作者：艾里斯 杰克特劳特 简介：定位理论指导网络公司如何竞争中脱颖而出 优先级：选读
	书名：聚焦 作者：艾里斯 简介：顾名思义，就是聚焦。内容稍啰嗦，举了很多失败案例。我认为要多维度看待失败案例，这不纯粹是市场营销问题引起的。 优先级：选读
	书名：广告的没落，公关的崛起 作者：艾里斯 劳拉 简介： 用公关创建品牌，用广告维护品牌。广告的作用是强化心智中一个既有的概念。 优先级：选读
	书名：与众不同 极度竞争时代的生存之道 作者：杰克·特劳特，史蒂夫·里夫金 简介： 与其更好，不如不同。解释了几种与众不同的方式。 优先级：选读
	书名：与众不同 极度竞争时代的生存之道 作者：杰克·特劳特 简介：心智及时并非无法改变，至少也很难改变。 优先级：选读
	书名：2 小时品牌素养 详解王老吉成功之道 作者：邓德隆 优先级：选读

（四）管理、创业

书籍	简介
	书名：企业生命周期 作者：伊查克·爱迪思 简介： 神来之作！解释企业生命周期，公司为什么会生长、衰老和死亡。如何应对，会碰到的典型问题。内容非常有代入感。 优先级：必读
	书名：创新者的窘境 作者：克莱顿·克里斯坦森 简介：成熟企业善于持续性改进，新兴企业善于破坏性创新，并反超。背后的原因和对策。 优先级：必读
	书名：创新者的解答 作者：克莱顿·克里斯坦森 简介：企业如何进行渐进式和颠覆性创新，如何选择和控制创新的过程，提高成功的概率。 优先级：必读
	书名：第二曲线创新 作者：李善友 简介：企业和个人如何实现成长。关于第二曲线、颠覆式创新、组织心智等。 优先级：必读
	书名：企业文化 企业生活中的礼仪与仪式 作者：Terrence E.Deal 简介：企业文化定义了“我们做事的方式”，企业文化就是规矩管理不到的规矩。 优先级：必读
	书名：管理的实践 作者：彼得·德鲁克 简介： 大师级作品，全面系统的解释“管理”的本质。需要有足够长工作经验，才能深刻理解内容。 优先级：必读

	书名：商业的本质 作者：杰克·韦尔奇 简介：杰克韦尔奇分商业、团队和个人成长，分享了一生的经验。 其中的个人成长部分，笔者更是深以为然。 优先级：必读
	书名：只有偏执狂才能生存 作者：安迪·格鲁夫 简介：如何发现识别，企业和个人的转折点，并主动采取行动。影响企业竞争力的 6 个因素，当其中部分因素发生 10X 加速时，影响很大。 优先级：选读
	书名：商界局外人：巴菲特尤为看重的八项企业家特质 作者：威廉·桑代克 简介：优秀的 CEO 会帮助公司做资源配置和投资。 优先级：选读
	书名：从 0 到 1 开启商业与未来的秘密 作者：彼得·蒂尔 简介：开脑洞的思维方式，为什么要搞垄断，为什么要做到 10 倍好，而不是逐步优化。 优先级：必读
	书名：赋能式投资 作者：弗朗西斯科 简介：3G 资本如何通过输出优秀人才和管理，提升企业价值 优先级：选读
	书名：战略管理 作者：弗雷德·R·戴维 简介：战略就是知道我们现在在哪里，我们想到哪去，以及如何达到。虽然是 MBA 教材，但质量远远比教科书要好。 优先级：选读
	书名：赢 作者：杰克韦尔奇 内容：GE 掌门人分享关于管理中最基本的道理，也包括如何对待工作和生活。内容真诚和深刻。 优先级：必读

	书名：增长黑客 作者：肖恩·埃利斯 简介：互联网企业增长的方法论。笔者针对互联网类企业业务尽调那块，就取自这里。注意，里面的套路，早已被互联网从业人员玩烂了。 优先级：选读
	书名：创业 36 条军规 作者：孙陶然 简介：创业者孙陶然的良心之作。 优先级：选读
	书名：创新的扩散 作者：Everrtt E.M. 简介：经典的创新 S 曲线来自本书。 优先级：选读
	书名：重新理解创业 作者：周航. 简介：易到用车创始人关于用户需求和创业的理解。 优先级：选读
	书名：重新定义公司：谷歌是如何运营的 作者：埃里克·施密特 简介：谷歌创新方法论 优先级：选读
	书名：精益创业 作者：埃里克·莱斯 简介：初创企业如何更有效率创业，识别需求和增长。对产品经理尤为有用，是创业和开发产品的方法论。但中文翻译质量确实糟糕，建议看英文版。 优先级：必读

（五）经济、行为

书籍	简介
	书名：思考，快与慢 作者：丹尼尔·卡尼曼 简介：大神级作品，介绍系统 1 直觉和轻松的思考，和系统 2 理性和费尽的思考 优先级：必读
	书名：实力运气与成功 作者：迈克尔·莫布森 简介：区分运气和实力的关系，如何更好的做判断。超级实用！ 优先级：必读
	书名：超越智商 作者：基思·斯坦诺维奇 简介：如何区分智商和理性。高智商人和普通人在理性方面，并好不了哪去。为什么，以及我们如何克服。可以结合《思考快与慢》一起读，更有感觉。 优先级：选读
	书名：人性的弱点 作者：戴尔·卡内基 简介：人性的特点和喜好。关于如果说服的艺术。本意并不是教大家不好的东西，而是现实生活中，确实有些人，他们不纯粹，所以才需要用不纯粹的方法，区别对待。 优先级：选读
	书名：万万没想到 作者：万维钢 简介：这本书就是个大杂烩，用轻松有趣的语言，把生活中常犯的一些认知错误，加以证据做了介绍。 优先级：选读
	书名：链接 作者：艾伯特-拉斯洛·巴拉巴西 简介：事物和信息是如何传播和连接的。通过六个人可以找到地球上的任何一个人。 优先级：选读

	书名：饭局经济学 作者：郑建斌 简介：很多人的毛病是，一见到人就谈事，滔滔不绝。这是令人反感的业务员才会干的事。要让客户先认可你的人，认可后啥都好说，从饭局开始。 优先级：选读
	书名：稀缺 我们是如何陷入贫穷与忙碌的 作者：Sendhil Mullainathan 简介：所有处在稀缺状态中的人们，其大脑都会被稀缺心态俘获，过于专注于“管窥之见”，认知能力与执行控制力会变得低下。 优先级：必读
	书名：穷理查年鉴 作者：富兰克林 简介：美国前总统富兰克林在 200 多年前，摘录很多民间智慧语录。非常接地气，带有乡土气息。例如 God help those who help themselves 优先级：选读
	书名：影响力 作者：罗伯特西奥迪尼，闾佳 译 简介：巴菲特特别喜欢本书，还送了伯克希尔的股票给作者。关于基本的心理学常识。本书有多个翻译版本，建议读闾佳翻译的。 优先级：必读
	书名：乌合之众 大众心理研究 作者：古斯塔夫·勒庞 著，马晓佳 译 著 简介：100 多年前的老书，解释了群众聚集时，出现的各种不理性，包括智商降低，过度感情化，勇敢无畏，容易犯罪。 优先级：选读
	书名：至关重要的关系 作者：里德·霍夫曼 简介：其实和投资没关系，但写的不错。如何像经营企业一样经营自己。道理都是通的。 优先级：选读
	书名：你要如何衡量你的人生 作者：克里斯坦森 简介：作者把企业管理方法用在个人职业选择上，如何找到成长的内生动力。 优先级：选读

	书名：渐行渐远的红利 寻找中国新平衡 作者：彭文生 简介：把中国近年的经济问题说的比较透彻。 优先级：选读

（六）经济学基础

书籍	简介
	书名：周期 作者：霍华德·马克斯 简介：《投资最重要的事》作者的第二本书。识别周期现在的位置、评估周期将来的趋势和应对周期做好组合布局。 优先级：必读
	书名：逃不开的经济周期 作者：拉斯·特维德 简介：历史上各种经济周期理论。 优先级：选读
	书名：经济发展理论 作者：约瑟夫·熊彼特 简介：提出创新理论，认为创新是资本主义的本质，企业家是资本主义的灵活认为，创新与企业家共同决定了资本主义的兴衰和经济发展的周期。 优先级：选读
	书名：历史决定论的贫困 作者：波普尔 简介：人类历史的进程受人类知识增长的强烈影响。我们不可能用合理的或科学的方法，来预测我们的科学知识增长。所以，我们不可能预测历史的未来进程。 优先级：选读
	书名：市场的逻辑 作者：张维迎 简介：市场经济和自由对中国的重要性 优先级：选读
	书名：金融的逻辑 作者：陈志武 简介：金融为什么会存在？金融的起源，作用，对历史和经济的影响。 优先级：选读
	音频节目：薛兆丰的北大经济学课 作者：薛兆丰 简介：北大教授薛兆丰，用通俗的语言，系统介绍了经济学常识，让笔者这样的普通人也能听懂。音频节目在“得到”APP 中查找。 优先级：选读

	书名：经济学通识课 作者：尼尔·基什特尼 简介：关于经济学的历史，轻松的读物。 优先级：选读
	书名：变革中国 作者：罗纳德·哈里·科斯 简介：从建国到 2000 年间的中国改革和市场经济历史。 优先级：选读
	书名：信贷的逻辑与常识 作者：刘元庆 简介：内容很直观，通俗，但道出了风险把控的重点。 优先级：选读
	书名：伟大的中国工业革命 作者：文一 简介：深入浅出的分析了东西方国家的工业化历程和因果关系。 优先级：选读
	书名：大衰退年代-宏观经济学的另一半与化的宿命 作者：辜朝明 简介：开创性的提出资产负债表衰退，被追赶经济体概念。 优先级：选读
	书名：货币政策理论与分析 作者：明明 简介：解读货币政策原理 优先级：选读

（七）商业史

书籍	简介
	书名：门口的野蛮人 作者：布赖恩伯勒 约翰希利亚尔 简介：历史上一桩著名的并购商战 优先级：选读
	书名：浪潮之巅 作者：吴军 简介：IT 行业站在浪潮之巅的众多公司，一本科技公司简史。 优先级：选读
	影片：《谁建造了美国》《The Men Who Built America》 简介：洛克菲勒、卡内基、摩根，冒着巨大的风险和压力，打造最强大国家。他们争取绝对垄断，进行残酷的商战。当然，他们最后都变成慈善家。 阅读难度：有趣　优先级：必看
	影片：美利坚：我们的故事 America: The Story of Us 简介：美国普通人民如何打造自己的国家。他们的奋斗让这个国家成为这个星球上最强大国家 优先级：选读
	书名：下一个倒下的会不会是华为 作者：田涛 简介：华为的内生动力和核心价值观 优先级：选读
	书名：战后日本经济史 作者：野口悠纪雄 简介：日本 50-90 年代的经济变迁史，以史为鉴看中国。 优先级：选读

	书名：日美贸易摩擦与日本产业结构调整 作者：马文秀 简介：同左，以史为鉴看中国。产业结构决定贸易结构。美日之间的六次重大贸易摩擦，起因，对策和结果。 优先级：选读

（八）传记

书籍	简介
	书名：富兰克林传 作者：沃尔特·艾萨克森 孙豫宁 简介：芒格最崇拜的人是富兰克林，并在模仿他。通过该自传，学习到他的很多美德和价值观。富兰克林也是诸多名人中，最具平民气质，让人感觉到有血有肉。 优先级：必读
	书名：杰克·韦尔奇自传 作者：杰克韦尔奇 内容：GE 掌门人打造杰出团队和文化的故事。人事制度中 20%优秀，70%平庸，10%淘汰的人才选拔体系，就来自杰克。 优先级：选读
	书名：腾讯传 作者：吴晓波 简介：投资人问马化腾，QQ 到底怎么赢利，回答："我也不知道，但就觉得这东西有用" 优先级：选读
	书名：查理·芒格传 作者：珍妮特·洛尔 内容：可能会让你失望，本书涉及投资内容很少。但笔者仰慕芒格，里面有他个人生活的态度和智慧语录。 优先级：选读
	书名：将心注入 作者：霍华德·舒尔茨 简介：星巴克霍华德的创业史。 优先级：选读

	书名：史蒂夫·乔布斯传 作者：艾尔特·艾萨克森 简介：摘录“充满激情的工艺就是要确保即使隐藏的部分也要被做的漂亮。乔布斯认为，真正的艺术家会在作品上签名。要求大家在电路板上签名。” 优先级：选读
	书名：跳着踢踏舞去上班 作者：卡萝尔·卢米斯 简介：可理解为巴菲特授权的自传，内容有点堆砌，所以网评并不好。但里面关于1964-1998 年美股判断+贸易战那段，还是写的不错的。 优先级：选读
	书名：洛克菲勒 作者：荣·切尔诺 海南出版社 简介：石油大王洛克菲勒的书籍很多，这版是芒格推荐的，是最为正统的版本。 优先级：选读
	书名：李光耀观天下 作者：李光耀 内容：李光耀论各国家的发展政策和特点。 优先级：选读
	书名：邓小平时代 作者：傅高义 内容：你别不信，这本书解释了我们的国情到底特殊在哪里。 优先级：必读
	书名：孙正义传 飞得更高 作者：上笃夫 简介：关键词 信息革命、人生 50 年蓝图 、人生只有一次,我希望高瞻远瞩 优先级：必读
	书名：远见：孙正义眼中的新未来 作者：日井上笃夫 简介： 优先级：选读

	书名：安德鲁卡内基传 作者：纳沙，赖希倩 中信出版社 简介：钢铁大王卡内基的书籍很多，晚年卡内基深受富兰克林价值观影响，将绝大多数财富捐赠给社会。推荐中信出版社版本。 优先级：选读
	书名：唐浩明点评曾国藩家书 作者：唐浩明 简介：曾国藩的家书，充满了人生智慧，阅读曾的家书，对现代人生活和工作大有好处。 优先级：选读
	书名：一胜九败优衣库风靡全球的秘密 作者：柳井正 内容：写的很朴实。柳井正的理念，看到了德鲁克，和定位营销系列的影子。 优先级：选读
	书名：创京东 作者：李志刚 内容：京东的创业史，写的有血有肉，代入感很强。要理解企业组织和文化的内涵，看这本挺好。虽然后来的确发生了无法描述事件。 优先级：选读

点评

笔者最喜欢的三本书。第一本是《穷查理宝典》，是关于普世智慧，给与心灵的宁静。第二本是《企业生命周期》，是企业成长的规律，是企业心智的总结。第三部是本手册，是笔者思想和生命的延续。

（九）哲学、历史

书籍	简介
	书名：西方那一块土 作者：钱乘旦 简介：目前最为通俗易懂，介绍西方文化和社会制度起源的书籍。提出观点诸如“政治制度本身没有简单的好坏之分，关键在于适不适应当时的社会环境” 优先级：必读
	书名：西方将主宰多久 作者：伊恩·莫里斯 简介：生物学告诉人类为什么要推动社会的发展；社会学告诉人类如何做到的；地理学告诉为什么是西方。 优先级：选读
	书名：西方哲学史 作者：弗兰克·梯利 简介：Philosophy,Phi 意思是爱，sophy 是智慧。哲学是爱智慧之学，解释“存在”。要真正理解西方，就要学习哲学。 优先级：选读
	书名：世界观 作者：理查·迪威特 简介：原来时间和万有引力并不存在，但人类需要描述和解释一些现象，所以用创造了时间和万有引力这些名词。 优先级：选读
	书名：人类简史 作者：尤瓦尔·赫拉利 简介：非常新颖的观点，人类能站到动物金字塔的顶端，是因人类有编造故事，并让大家都相信的能力，进而更好的合作和分工。 优先级：选读
	书名：未来简史 作者：尤瓦尔·赫拉利 简介：预测了未来人类发展的趋势，分工，协作了模式。本书的预测，我们可以保持好奇心，但也不能轻信。 优先级：选读

	书名：思维简史 – 从丛林到宇宙 作者：伦纳德·蒙洛迪诺 简介：人类拥有其他动物所没有的好奇心，是好奇心推动了人类文明的进步。 优先级：选读
	书名：枪炮、病菌与钢铁 作者：贾雷德·戴蒙德 简介：人类社会是如何演化到现在的样子？为什么近代文明最早从欧洲爆发？作者观点非常新颖，几个最重要因素包括：粮食生产导致的人口聚集和社会分工，欧亚大陆同纬度导致的文明和文化易于传递。 优先级：必读
	书名：历史研究 作者：汤因比 简介：作者在西方历史学中江湖地位极高。比较了二十多种文明的发展和死亡，认为文化是通过对环境的“挑战”的应战所遭受的考验而产生的。 优先级：选读
	书名：全球通史 作者：斯塔夫里阿诺斯 简介：从地球最开始出现生物到 21 世纪，历史大杂烩。 优先级：选读
	书名：深奥的简洁 作者：約翰．葛瑞賓 简介：最复杂的现象，也是从最简单开始的。关于分行、幂次律、混沌现象的视角看世界。 优先级：选读
	书名：大明王朝的七张面孔 作者：张宏杰 简介：关于中国元明时期的残暴史。这 7 个人，非常代表了部分中国人的人性，即使到了现在，也是如此。 优先级：选读
	书名：独裁者手册 作者：梅斯奎塔，史密斯 简介：关于国家和企业权力运行的法则。 优先级：选读

	书名：规模 作者：杰弗里·韦斯特 简介：关于生物个体、社会、公司生长和规模化的一些洞见。 优先级：选读
	书名：美国种族简史 作者：托马斯·索威尔 简介：生存这个事情，遇强则强。其中，犹太人、中国人、日本人通过近两百多年努力，成为美国最成功的几个种族之一。 优先级：选读

关于阅读的思考：

笔者虽然会广泛阅读，但一个较为全面和综合的投资思考体系，可能来自于最有价值的约 100 本书。争取花 2-3 年，把这些书挑选出来。找出那些尽可能接近正确、本质或普世的书籍。

然而，人的精力和认知水平毕竟是有限的。笔者经验尚浅，也是一直在路上，学习摸索中。希望找到普世智慧，那些不容易过时，能经得起时间考验的认知或道理。

什么叫能经得起时间考验的普世智慧？举个例子，从投资角度看，巴菲特找到了三个正确的道理（或假设）

第一，购买股票就是购买企业的所有权，而不是一串代码；

第二，企业价值等于未来产生现金流入（还需考虑合适的折现率）；

第三，由于价格受到情绪影响，所以价格短期会高于或低于价值，但长期终将回归价值。

所以，要找到具有定价权+管理层优秀的企业，并以低于企业价值的价格买入，且保留一定安全边际。

虽然巴菲特的理念现在广为认可，但在 20 世纪早期，大多数人不明白股票的价格形成机制，觉得和赌博差不多。搞不清楚为什么会涨会跌。甚至出现许多 K 线技术分析流派，中国还有类似易经八卦的“缠中说禅”，迷信者众多。笔者认为，成功投资理念是多元的，肯定有人天赋异能，看 K 线也能赚大钱。或有特殊的关系和内幕消息。但相信普通人是很难学习模仿的。

查理·芒格说过：“找到一个简单的，基本的道理；非常严格地按照这个道理行事”。

就投资工作而言，越早能形成尽可能接近正确的认知，对成功帮助越大。所以，这就是为什么我们要广泛阅读，用智慧和实践，来鉴别各种认知的优劣。

笔者书单中的部分书籍，如《穷查理宝典》、《聪明的投资者》等，里面的认知我深信不疑，相信几百年都不会过时,是普世智慧的代表。此外，如《投资异类》等，观点新颖，我抱有好奇心去学习。但从追求普世智慧的角度，需谨慎参考。因为内容的普世性并不容易辨别。

最后，书单是动态的，未来也会有进有出。

（十）生物

书籍	简介
	影片：BBC 地球脉动 第二季 Planet Earth Season 2 (2016) by David Attenborough，多看自然和动物，对了解人类最底层的动机和需求，帮助很大。 优先级：选看
	影片：BBC 生命故事 Life Story (2014) by David Attenborough，简述动物为生存所进化出的各种生存之道。开场的第一段雏鸟飞下悬崖很震撼，生命的开场就这么惊心动魄。 优先级：选看
	影片：植物王国 Kingdom of Plants (2012) by David Attenborough，自然世界是视觉之美最大的源泉，是智慧兴趣最大的源泉。正因如此，她让我们的生命值得体验，不枉此生。 优先级：选看
	书名：物种起源 作者：达尔文 简介：达尔文是伟大的思想家，总结了几十亿年的规律 - 自然选择。揭示了自然科学发展的底层规律。 优先级：必读
	书名：基因传 作者：悉达多·穆克吉 简介：关于生命的奥秘，几代科学家持续发现和理解基因原理的故事。 优先级：选读
	书名：自私的基因 作者：理查德道金斯 简介：观点新颖，说基因才是主人，身体只是容器。 优先级：选读

（十一）财务

书籍	简介
	书名：财报就像一本故事书 作者：刘顺仁 简介：非常适合非财务背景阅读。就算专业财务人员，也应该看看。笔者非常接地气的解读如何看财报，如何识别企业优劣的迹象。 优先级：选读
	书名：投资最困难的事 作者：全昌明 简介：如何分析公司的基本面和估值，非常优秀实用的工具书，分析体系通俗易懂。 优先级：必读
	书名：手把手教你读财报 作者：唐朝 简介：由浅入深的介绍财务的各个科目，通俗易懂。笔者在用良心在写作。 优先级：必读
	书名：手把手教你读财报 2：18 节课看透银行业 作者：唐朝 简介：如何快速看懂银行的财务报表。 优先级：选读
	书名：投资估价 作者：阿斯沃斯·达摩达兰 简介：分为上下两本。评估任何资产价值的工具和技术。就估值计算本身而言，本书是最为普世和科学的估计技术丛书。而右边这本是本书的疑难杂症加强版。 阅读难度：困难　优先级：选读
	书名：估值 – 难点、解决方案及相关案例 作者：埃斯瓦斯·达莫达兰 简介：非常推荐，对企业生命周期各个阶段的企业估值方法，提出了非常符合逻辑的估值方法论。阅读难度略大，但还是能看懂。关键是学习估值背后的逻辑，不仅仅是计算过程。 优先级：必读

	报告：招股说明书+上市公司年报 简介：学习投资，还有一种免费，但大家并不想去看的，就是上市公司年报。通过阅读年报，不单可以了解财务，更可以学习行业。建议多读优秀公司年报（例如伯克希尔哈撒韦+软银），可以分辨东西的美丑。 最后，**要想取得比较优势，别人不读的东西，你得读。**
	报告：浑水公司做空报告 简介：大名鼎鼎的浑水公司，专门通过做空舞弊公司来套利。他们免费发布的尽调报告非常有水平，没有复杂的模型，只有简单的常识。如果把招股说明书+公司年报比作韩国整容，那浑水做空报告就是卸妆技术。强烈推荐。

（十二）投资交易管理

书籍	简介
	书名：风投的技术：创业融资及条款清单大揭秘 作者：Brad Feld 简介：详细解释了投资协议中的各种法律条款，实践性很强。 优先级：必读
	书名：达成交易：兼并与收购中的谈判策略 作者：Christopher Harrison 简介：投资交易中的法律协议和条款解读。 优先级：选读
	书名：合伙人制度 作者：郑指梁，吕永丰 简介：如何设计股权结构，确保掌握控制权，和起到激励效果。股权设计对创业孵化和投前管理非常重要。没发现特别好的书，这本算勉强合格，比没有强。 优先级：选读
	书名：一本书看透股权架构 作者：李利威 简介：简单介绍了股权构架。 优先级：选读

（十三）学习方法

书籍	简介
	书名：刻意练习 作者：安德斯艾利克森 简介：如果仅仅是简单重复劳动，一万小时定律就不一定管用，对成长不利。生活中一个经验用五年的人，其经验的价值是存在问题的。 优先级：必读
	书名：金字塔原理 作者：芭芭拉. 明托 简介：思考，表达和解决问题的逻辑和方法论。咨询人员必备。 优先级：必读
	书名：麦肯锡意识 作者：艾森•拉塞尔芭芭拉. 明托 简介：咨询人员入门丛书，解决问题的方法论。 优先级：选读

随想

终身阅读使人受益，而大多数人都会低估这个简单的道理。

（十四）基金、并购类工具书

书籍	简介
	书名：私募股权投资基金 – 操作务实与图解 作者：赵方方，刘宽 简介：投资基金的日常运营，程序是怎么样的？毕竟除了投资工作本身，基金日常有很多繁琐的行政工作，例如法务，合规，工商登记等。我们也需要掌握。内容精简，干货程度高。 优先级：选读
	书名：公司并购务实操作与法律风险控制 作者：中伦文德律师事务所 简介：和左边那本类似，还是讲并购交易，但多了很多法律条款的注意事项，是一个很好的补充。笔者也没学过法律，用于扫盲足够了。 优先级：选读
	书名：上市公司并购重组流程案例解析 作者：江苏省上市公司协会 简介：大型并购重组的基本流程和案例。其实笔者并不喜欢看这类行政类的书籍，因为都是人为创造出来的条条框框，只会添乱。但为交易交割能顺利进行，还是需要有所了解。优先级：选读

（十五）优秀视频/专栏

书籍	简介
WOODSFORD CAPITAL	名称：伍治坚证据主义 网址：zhuanlan.zhihu.com/wzjevidence 简介：新加坡五福资本管理人伍治坚老师在知乎专栏。基于证据主义的许多投资理财类文章。非常值得学习。
/	名称：孙正义 2011 演讲 时长：43:06 简介：可通过主流搜索引擎找到。软银内部宣讲视频。关于孙正义的成长历程，关于通过信息技术为天下苍生谋幸福的愿景，关于创造一家 300 年持续经营的企业。
/	名称：孙正义经营哲学二十六讲 时长：26 集 简介：可在混沌大学 APP 找到。孙正义的核心价值观，用于打造 300 年企业的 DNA 和方法论。
/	名称：李善友 认知升级之第一性原理 时长：20 集 简介：可在混沌大学 APP 找到。关于第一性原理，关于多元思维模型，认知升级的必修课。
/	名称：梁宁产品思维 30 讲 时长：30 集 简介：可在得到 APP 找到。产品经理的方法论，关于机会判断、系统能力、用户体验和创新四个模块。

Tips:

- 做投资不能懂只财务和专业技术，也应对概率、心理，生物学等有一定了解和掌握。查理 •芒格说过：“对锤子来说，所有的东西都是砖头”。所以，要掌握多种思想武器，来提高认知和解决问题的能力。
- 找到好书的两个方法。第一，经典的老书，往往比热门的新出版畅销书要有价值。第二，找你敬佩的人，让他们推荐好书。



你的背景知识决定你所看到的东西





四、行业研究

好的投资，先从行业研究做起，至上而下的选择项目。行业研究是地图，指明需求的来源、行业发展的驱动力、行业规模、竞争格局和商业模式等。

在不熟悉行业的情况下，对企业进行尽职调查或投资都是不可取的。由于时间和精力的投入，容易本能的去挖掘项目的优点，引起偏见。

（一）行研的主要目的

行研的主要目的，是弄明白行业的特点，或赚钱的逻辑。为此，要回答四个问题，一、探究行业存在的目的，在解决什么问题或满足什么需求；二、了解行业的规模和所处的发展阶段，来判决介入的时机；三、分析驱动/打击该行业的各种因素和程度，来判断行业未来的成长性；四、调查行业的竞争格局、企业所处的产业链地位，来找到投资突破口和最有价值的企业。

（二）行研报告的要素

1、行业研究总结

对行业的判断（行业的特点是什么？得什么得天下？格局是否清晰？能否继续成长？）

对公司的判断（什么样的企业最可能胜出？胜出的逻辑是？）

对时机的判断（当前时机是否合适？市场过于疯狂而导致价格过高？）

解读：总结全文，将最核心逻辑和结论写在本节。

2、专业术语解释

解读：行业专业术语，英文缩写等，需解释清楚。例如，“十三五”是指中国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要，起止时间：2016-2020 年

3、行业对应的宏观背景

解读：如果研究电气设备行业，那国际/国内 GDP、人口数量、用电量、能源构成等就是宏观背景，这些要素对行业发展有直接影响。

4、行业概况 （探究行业存在的目的，在解决什么问题或需求）

行业的定义（行业是具体干什么的，具体满足什么需求或解决什么问题）

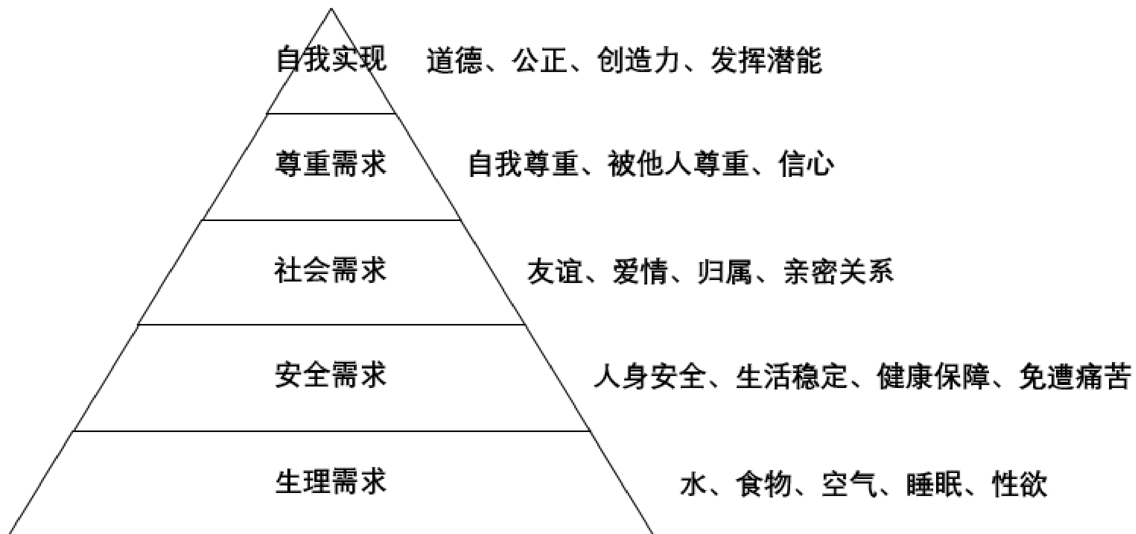
需求的大小（需求的重要性，① 是否**刚需**，还是可有可无的弱需求。刚需程度决定用户是否愿意付费，愿意付多少钱。② 需求是否**普遍**，是否有足够多的人存在这方面需求。③ 需求是否**频繁**，高频比低频好要。三个条件要都满足很难，不可能完美。即使满足，也必定将面临激烈竞争。）

需求的起源（行业为什么会存在？在行业存在之前，这些需求是如何满足的？）

需求的分类（需求/问题有好几种类型吗？对需求进行细分）

问题的危害（不解决问题可以吗？会有什么后果）

马斯洛的需求层次理论



根据生活场景，人的需求可划分为：衣食住行、娱乐、工作、社交、教育、医疗、支付。

➢ **解读：从用户需求角度去定义行业边界**

如不深入思考，我们很多时候都是根据同类型产品/服务来定义行业的边界。这在很早以前并没问题。但由于信息革命加速，新技术赋能创业者对传统企业进行跨界打劫的机会。

因此，我们必须转而从用户需求的维度来思考和定义行业的边界。举例，

（1）整车厂和共享出行（滴滴/摩拜单车）解决的其实都是用户“出行”的根本需求。用户购买汽车是出行的手段，而出行才是根本目的。从该角度看，假使未来 AI 驾驶彻底普及，汽车利用率提升 N 个层次，打车费用大幅下降，用户打车出行比拥有汽车更具有性价比，则整车厂就不需要生产太多车。这对传统整车厂显然是非常不利的。当然，整车厂可以考虑转型，从卖车转为卖出行服务。

（2）商务航空出行 vs VR 视频会议，很多航空出行用户的根本需求是“会议”。假设未来 VR 技术能好到科幻片的程度，相信也会大幅减少航空出行。

（3）康师傅 vs 美团，本质是满足“方便就餐”的需求。

（4）腾讯 vs 头条，腾讯做社交和游戏，头条做新闻。但他们都在满足用户“闲暇时间娱乐”的需求，并据此对“用户时间”展开争夺（这个论断可能比较肤浅，以后再更正）。



解读：总结每小节核心观点，多追问+多总结才能加深理解，抓到本质。

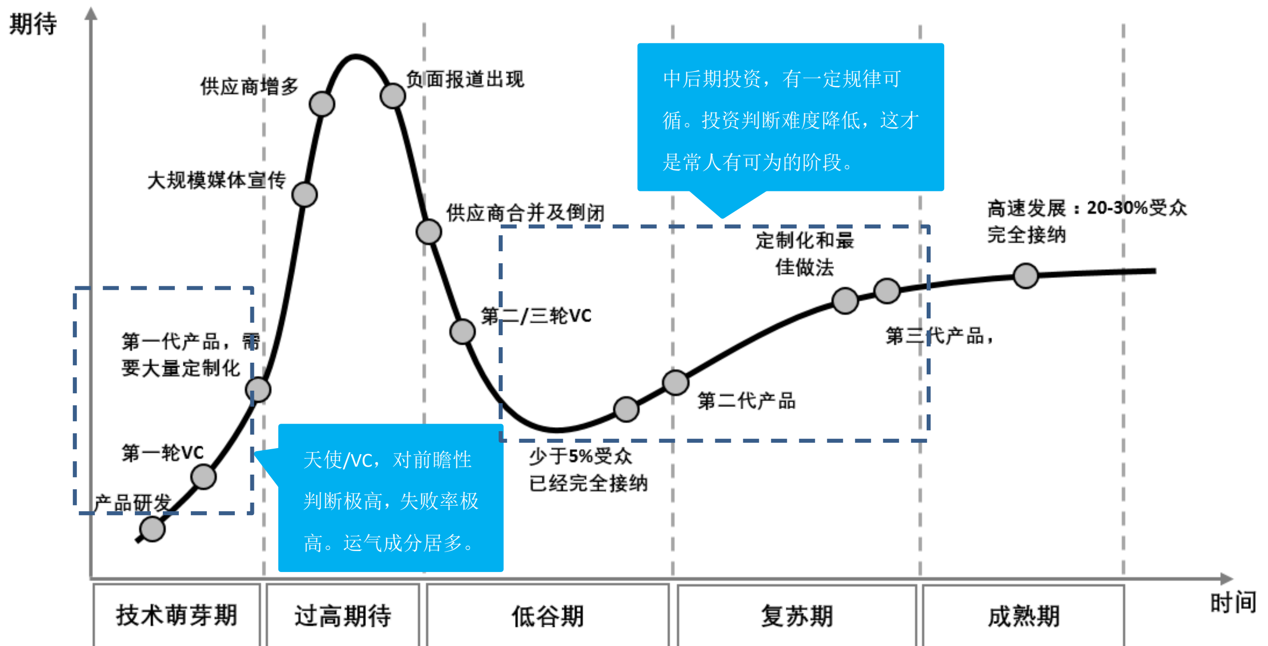
5、产品/服务介绍（产品/服务知识扫盲）

产品的作用（产品在解决什么问题，他们的客户是谁？可放产品图片，增加视觉理解）

原理和构成（产品由什么组件构成，他们的技术含量、成本结构占比？对于服务，一般服务流程如何？）

产品的利弊（市场上主流产品之间的区别在哪？品质、价格、用户体验、粘性、适用范围等。**要关注粘性，能否从容易脱离转为非常依赖，甚至心理依赖**）

技术成熟曲线（技术是否太早期而无人问津，还是太晚导致竞争激烈，或格局已定）



6、产品/服务的发展历程（了解行业的规模和所处的发展阶段，来判决介入的时机）

国内和国外发展历程（根据年度、标志性事件、渗透率、产值等阐述）

7、驱动行业的因素（分析驱动/打击该行业的各种因素和程度，来判断行业未来的成长性）

政策驱动因素（如排放标准提高对环保影响，电价改革对发电厂商的影响，医改新政对医药企业定价权的影响）

行业驱动因素（供需失衡，电商对快递的刺激，二胎放开对幼儿教育的刺激）

技术驱动因素（互联网技术对电商、社交、搜索的赋能）

其它打击因素（行业最大的风险来自哪里？如输电线路配套不完善，对发电设备厂商的打击。政府价格控制对公用事业盈利能力的限制。）

8、商业模式（调查行业的竞争格局、企业所处的产业链地位，来找到投资突破口和最有价值的企业）

产业链分布（上下游有哪些企业、产业链长短、市场占有率多少、集中度高低）（**研究重点**）

价值链分布（上下游利益如何分配，谁赚取产业链的大部分利益）

盈利模式（盈利方法有哪些，如卖产品、收佣金、特许经营、会员费、增值服务等。能否从成本线竞争转为各种增值服务。从卖产品到卖服务、卖系统、卖生态。如果模式非常多，是否意味盈利模式还不清晰，路很难走通）

行业壁垒（进入行业需要具备哪些条件，是否条件很高，还是谁都能轻易进入？壁垒包括资金、技术、品牌、人才、资质、业绩等）

9、行业规模（了解行业的规模和所处的发展阶段，来判决介入的时机）（**供需关系**）（**研究重点**）

行业规模（行业规模一般体现在**价**（产品单价高低与未来提价能力）**量**（消费者基数、消费频次）关系上。行业规模决定行业天花板和估值上线。调查国外/国内的历史和现在行业规模。结合驱动行业的因素，判断未来还有继续增长空间吗？如萎缩，原因可能是什么？）

价格和成本趋势（产品价格未来是否上涨，还是持续下跌。历史上很多商品价格的下行，会提高行业渗透率。）

行业所处的生命周期(行业目前在什么阶段？**是否供需失衡**？渗透率如何？会不会受到经济下滑的影响？对经济周期的反映，是增长/防御/周期性？标的目前所处的周期在哪里？）

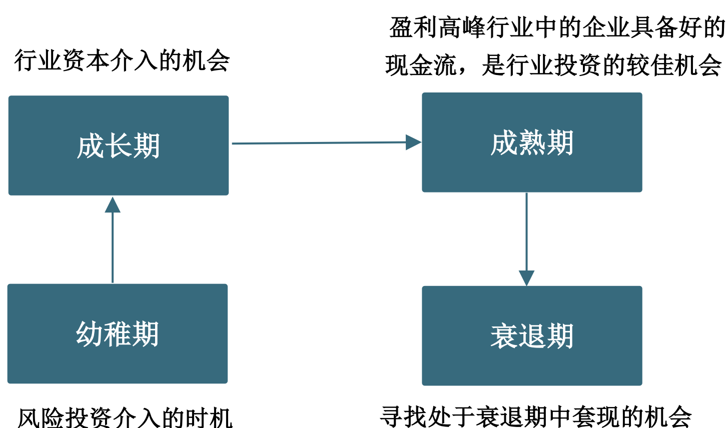
➢ **解读：宏观层面的行业规模和增长心得**

（1）投资具有时代属性，要在经济变化的主航道上投资。

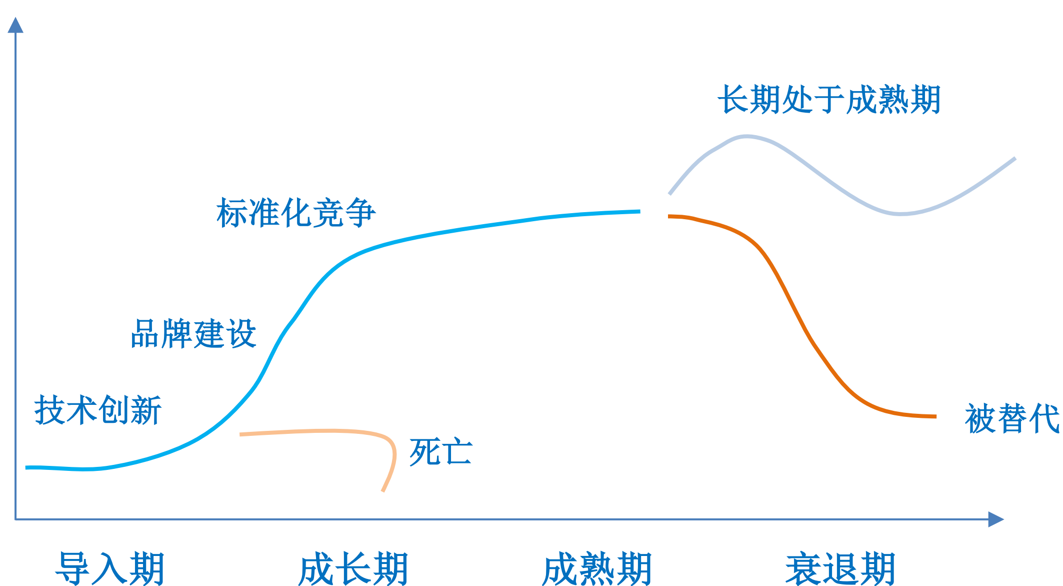
（2）快速成长期，需求大但供给小。首要因素是人和机制，竞争格局和生意模式是次要因素。PE 重要，增长更重要。需求开始爆发，PE 高没关系，匹配增长即可。中后期，要注意 PE。

（3）稳定期，强者恒强，找格局明朗的优势企业。

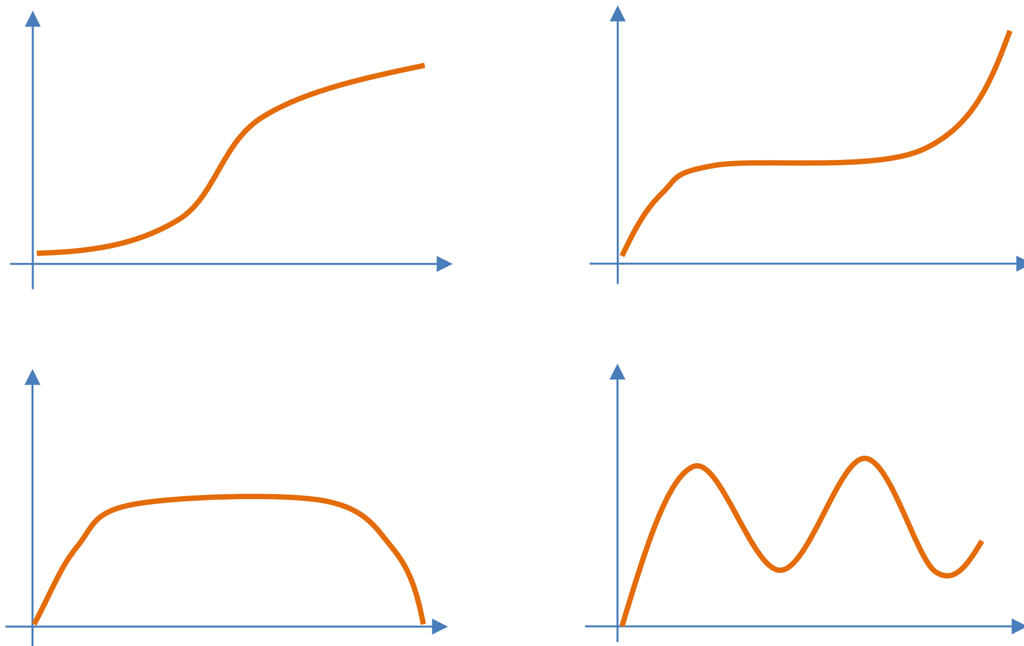
企业生命周期（文字版）



企业生命周期（曲线版）



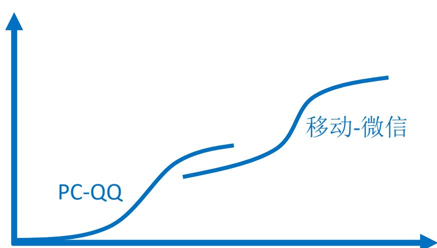
所有的预测，可归结为四类三阶段曲线。



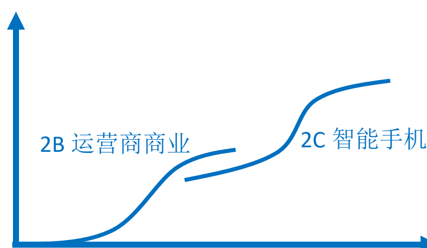
卓越企业的增长方式，出现增长的非连续性，成功突破业务瓶颈和边界。很难预测，存在很大风险，但一旦跨越则回报巨大，可遇不可求。

企业的第二曲线

腾讯



华为



➢ **解读：产业层面的行业规模和增长心得**

公司增长来源，更大蛋糕或更大份额。更大蛋糕来自行业成长，产品升级。更大份额来自竞争优势。

进入“渗透率”阶段，随渗透率提升，产品生命周期经历引入->成长->成熟->衰退。

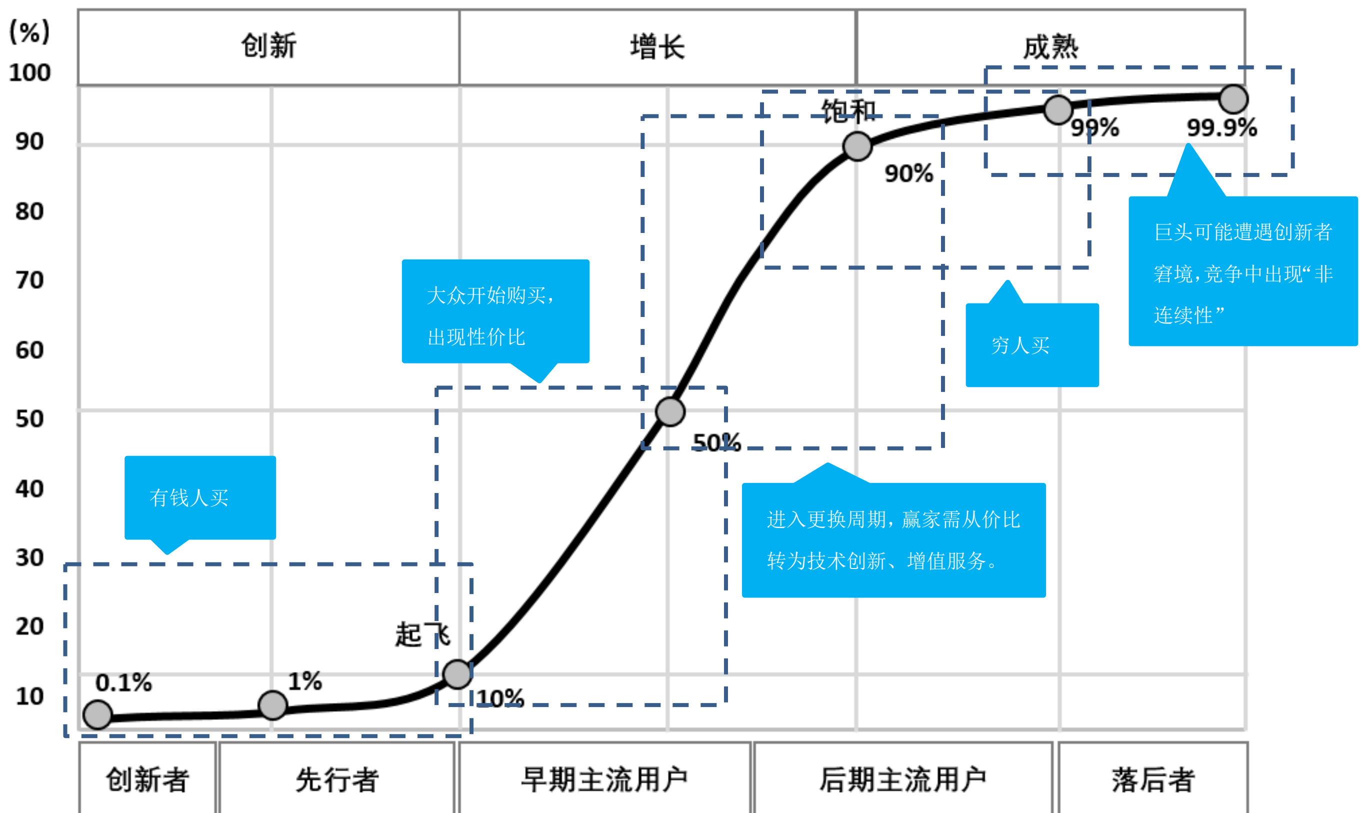
渗透率<10%，引入阶段，需求不充分，门槛不高，竞争者可一拥而入。

渗透率>10%，成长阶段，出现性价比，前景变明朗，需求开始爆发（投资最佳期，业绩+估值双提升）。在渗透期后半期往往是集中度分散，大量厂商价格竞争。但随后进入更换周期，优秀公司必须技术创新，集中度反而显著提高，龙头公司市占率和业绩进一步提升。

渗透率>70-80%，成熟阶段，需求增速放缓。（注意：行业末期的原有优势企业发生性能过度饱和，出现创新者窘境。可能出现商业中的“非连续性”，新兴企业通过创新打劫原有企业。案例，iPhone vs Nokia 手机，ARM vs Intel 芯片，Amazon vs Microsoft 云服务，Amazon vs Walmart，阿里 vs 传统零售）

渗透期后半段往往是集中度分散，大量厂商价格竞争。但进入更换周期，优秀厂商必须以技术创新驱动大家创新，集中度反而显著提升，龙头公司市值继续新高。进入“市场占有率”阶段，龙头公司更具竞争优势。

产品/服务的渗透率



10、**竞争格局**（调查行业的竞争格局、企业所处的产业链地位，来找到投资突破口和最有价值的企业）（**供需关系**）（**研究重点**）

竞争格局（紧接行业规模和产业链部分。有哪些国际/国内的企业？它们的核心业务、市场占有率、收入、净利、毛利率、净利润水平如何？行业集中度高吗？列出行业第一、第二、第三梯队。这种竞争格局是否健康？行业渗透率、集中度决定了优势企业是否能继续成长、收割对手的难易度）

格局优劣（判断方法见下图）

解读：竞争格局的优劣，能否从激烈转为垄断。

竞争格局	优劣	案例
一家独大	最优	白酒行业：茅台 科技消费品：苹果

		搜索：谷歌
一超多强	稍差	中国银行业
二分天下/三足鼎立	再次	白电：格力、美的、海尔 电商：阿里、京东
百舸争流	最差	很可能大家赚钱很辛苦，而且很难赚到钱，同时还做不大。

11、行业进入门槛

如果行业门槛不高，未来必将陷入激烈竞争，盈利能力变差的局面。长期看，研究进入门槛和竞争格局比行业需求和增长更重要。

12、投资逻辑

我们的投资逻辑(**行业的特点是什么？谁最可能胜出？胜出的逻辑是什么？**我们对资本市场的理解。我们自身的优势是什么？投资目的是产业整合，还是纯粹财务回报？我们凭什么能投进去？人家图我们什么？我们期望从对方得到什么？）

13、重点公司筛选（基于投资逻辑，来找到投资突破口和最有价值的企业）

- 公司
  - 核心业务（一句话描述业务和产品线，商业模式、如何研发、生产、营销、盈利）
  - 核心竞争力（为什么能赚钱）
  - 护城河（任何门槛、包括先发优势、成本优势、转换成本、无形资产、网络效应、有效规模等）
  - 增长机制（靠研发和产品升级、渠道和拓展海外、拓展产业链的上下游端、精细管理、并购等）
  - 投资并购（并购战略协同、并购质量、成功率、是否过度依赖并购）
  - 投资风险（可能导致失败原因，包括外部宏观、公司内部、竞争对手等）
  - 负面清单（复杂股东、公司架构、频繁并购、过度资本运作、激进财务、负面传闻 ）
- 团队

- 主要股东（股权构架是否合理？是否知名股东？机构投资者及意图？股权质押+限售股解禁）
- 管理团队（企业文化、治理结构、年龄结构、股权激励）

➢ 估值

- 估值（现在估值，安全边际，目标价位）

解读：如上重点公司的关键指标大而全。这并非尽调，所以在初步标的筛选阶段，要精简，抓重点指标便可。建议在 EXCEL 中比对。

（三）行研的心得

1、行研是为了弄清行业的特点 + 发掘投资标的，不是搞学术研究。建议用 30%的精力，回答 70%的问题，得出一个大方向模糊正确的结论。而不是花 95%的精力，回答 90%的问题。

2、广泛咨询业内人士，至少 5 个以上，对行业（1）需求来源；（2）介入时机；（3）行业驱动因素；（4）竞争格局等进行判断。总结行业特点，梳理投资逻辑，最终去筛选符合标准的企业。

3、即使清楚了行业特点和投资逻辑，找好标的还是很难。最好能线人，如行业协会会长、企业创始人、董秘、技术、市场负责人等，让他们来介绍标的，是最有效率。因此，结交产业专家资源是提升行研能力的重要方法。如有条件，自己组织论坛，搞私董会。

4、你要别人帮你，前提是你自己必须要有价值，值得被帮助。积累有质量的朋友圈，发表有质量的行研报告，给出明确的方向，引导大家来推荐项目。不能简单说“我要找一个 XX 项目，效果=0”，就和“我要找一个女人结婚一样”，毫无意义。一个简单公式，人脉价值 = 被利用价值 x 人品值。其中，人品是一个杠杆，可以成倍放大或减少你的价值。

5、大多数好项目，都是通过优质朋友圈找到的，而不是中介机构。伟大的创业者，有他们自己的圈子和人脉，可以很自然的吸引到与之匹配的投资人。

6、行业资料来源如下，需广泛阅读，并整理到行研要素中。多梳理几遍，行业概况五成就出来了。

<table>
<tr><th>资料来源</th><th>内容优劣</th></tr>
<tr><td>券商报告</td><td>券商报告是最常见的行业研究资料来源。据统计，2018 年 90 家国内券商，预计合计发布 17 万份研报。

券商报告都是“建议买入”“强烈建议买入”，信就输在起跑线。这是因为券商卖方报告主要为上级领导、个人职业晋升、活跃二级市场交易负责，总体质量堪忧，参考价值低，或基本没用。

因此，要注意辨别信息的真实性，“真实的信息” vs“别人希望让你认为是真实的信息”。券商报告可以用作扫盲，参考里面的基础行业知识 + 历史已确认数据，但不能轻信里面的观点。特别是未来的盈利预测，建议打个 5-7 折。盈利预测这回事特别不可信，大多数人是没这种能力的。

点评：
我国有两个地方总是充满阳光，正能量，给人以希望。它们是新闻联播和券商报告。
对于券商分析师而言，看空有政治风险，看多有道德风险，不看有失业风险。
<table>
<tr><th colspan="2">大部分券商报告都推荐“买入”</th></tr>
<tr><th>96%</th><th>不到 0.1%</th></tr>
<tr><td>■ 建议买入
■ 强烈建议买入</td><td>■ 建议卖出</td></tr>
</table>
</td></tr>
<tr><td>招股说明书</td><td>招股说明书是了解特定行业很好的资料来源，完全免费，质量比券商报告要好很多。因为这是给证监会审核用的，所以不敢乱写。除非哪个特定行业特别新，还没企业上市，否则都能找到。</td></tr>
<tr><td>上市公司年报</td><td>上市公司年报里，会有介绍行业特点 + 管理层对当前市场看法 + 对未来市场预期。是较好的资料来源，完全免费。

当我们广泛阅读，行业本身所处产业链 + 上游 + 下游公司的年报，收集内容就会更加全面 + 立体 + 客观，研究质量就更高。毕竟，整个产业链，这么多的上市公司，同时扭曲事实是很难的。</td></tr>
<tr><td>行业协会报告</td><td>行业协会报告，建议多看国外机构报告。因为，很多国内机构报告的原始数据都是参考国外的。行业协会报告优点是，内容整齐，历史数据统计精准。缺点是，内容会过于宏观，一堆正确的废话。

提醒，绝大多数行业协会，背后都是被行业龙头企业所控制或影响的。因此，报告客观性必然会多少存在问题。</td></tr>
</table>

咨询机构报告	内容质量和券商报告相比，好不了哪去。观赏性有余，内涵不足。咨询机构报告的客观性，也同样被行业内企业所影响，这是由它们的共生关系所决定的。 2018 年爆出某国内知名咨询机构数据造假，某知名信用评级机构违规收取高额服务费，并违规修改信用评价。
资料渠道	■ 券商数据：万德、慧博投研资讯、彭博社 ■ 私募数据：稀牛数据 ■ 工商数据：天眼查、企查查 ■ 咨询报告：艾瑞咨询、易观、Usit 知识库、IT 橘子 ■ 社交类获取信息：知乎、领英、脉脉、看准网、职友网、拉钩网 ■ 微信朋友圈、微信群
专家渠道	还可以通过如下专业公司去了解公司或员工的深入信息。收费价格普遍非常昂贵。 ■ 专家网络：GLG 格里集团、AlphaSights、Third Bridge、BCC.Global 商霖华通、岂珀（Guidepoint）、灼识咨询（CIC）、Capvision 凯盛专家 ■ 全局背调：MINTZ 集团 ■ 咨询公司：久谦咨询、智程（Atheneum Partners） ■ B2C 专家：大牛家、在行 ■ 雇前背调：八方锦程、太和鼎信、i 背调

Tips：在券商、咨询机构、行业协会的报告中，涉及对未来行业发展和增长预期的部分，必须谨慎参考，或打一个大大的折扣。因为，这些机构背后都有一群利益集团。哪有谁会说自己行业不好，没有前途的？很多行业协会的幕后股东或赞助人都是一些头部公司。他们自卖自夸，让自己经常上新闻头条，即使名不副实。借用巴菲特说的话：“谁给我面包，我就替谁唱歌”。

大家可以尝试，下载某行业协会历史 N 年的报告，把每年的预测列在表格中，回顾当年的预测，检验有几次实现了。有多少次，会向券商报告中，出现那根优美且平滑上涨的增长曲线。哦，他们都是大机构，PPT 中确实需要这么一根优美且平滑向上的曲线，否则看着怎么都很怪，显得和身份不符。

举例，2000 年初，思科公司号称“互联网脊柱”，市盈率已达三位数，而市场预测未来 10 年，每年产生 15%回报率。倘若此后 25 年后都如此，而美国同期经济增长率为 6%，则思科市值将超过美国的经济规模。这显然不可能发生，但当时社会都是这样认为的。

总之，常识是，人在预测未来方面，正确率往往是很低的。有时甚至是无法理喻。

7、要了解行业，需勤写材料，而不是简单看别人的报告。自己写，印象才会深刻，要点才能记得住。实在不行，电脑上粘贴复制一遍，也是好的。

8、做行研的姿势，要尽量“草根”一些。如果坐在办公室写材料的时间，比去现场观察，或和企业负责人相处的时间多很多，那行研的价值和含金量就很低。凡是公开的信息，都不太值钱。值钱的信息，没道理公开。要和“业内人士”有交情，最好是他自己忍不住和你说行业的门道，而不是你去盘问他。

9、不要问中介机构（包括投资银行、证券分析师、律所、财务顾问等），这个项目到底好不好，有没有价值。他们总能找出一些你很难反驳的理由。就像你问理发师，我的头发长不长，是否需要修剪一样。这是由中介机构的奖励机制所决定的，和技能无关。还是踏踏实实，多学习实践，培养自己的独立判断能力来的可靠。

10、笔者认为，再好的行业研究及深度，也无法取代企业家对客户需求的理解程度，而这是大多数投资人员的弱点,也很难通过学习来弥补。正是由于投资人员对行业并不了解，所以才需要做行业研究。即使做了行业研究，其洞见也会肤浅。表明看，通过统计历史数据就可知道市场规模和竞争格局，并对未来做一些推测。但市场是由人组成的，公司品牌和认知存在于人的心里。只能伟大企业家能深刻理解用户的需求，知道自家产品的精髓，如何去定义和影响市场。从这点看，行业研究和财务报表类似，都是滞后指标。

我们来看看一些案例。

（四）案例分析

➢ 土壤修复行研

在分析案例前，需提醒，行研报告应该简单 + 简短 + 能解决问题。回答四个问题，1）是时候投了吗？2）价值在哪 3）风险在哪；4）好公司的标准。

以土壤修复行业的行研为例，报告编写过程如下。

1、大量收集和阅读资料，并把对应内容整理到“行研要素”中；

2、第一轮自我总结，基于文献材料要点，归纳核心要点；（靠谱率 41%）

3、第二轮咨询行业专家，对核心要点进行纠正；（靠谱率 50%）

4、第三轮寻找标的，咨询标的公司人员，对核心要点再次进行纠正（靠谱率 60%）

5、第四轮找到潜在标的，通过分析业务模式，对核心要点进行最终纠正（靠谱率 65%）

如下报告的内容，只走到第三轮。其实在寻找标的过程中，直到发现很好的标的，才豁然开朗。原来有更好的商业模式，而这种模式和主流标的，有一些商业模式差异，不构成直接竞争，是不可能通过调研“券商报告+专家+业内人士”而获知的。保密，这里就不写了。

笔者多年前报告，逻辑存在问题，可能是错误的。未来会用新案例替代。本图仅做示例，勿参考实质内容。

土壤修复行业的深度行业调研

（作者 丁敏 v2017.2.28）

土壤修复行业研究有四个目的：一、了解行业要解决的问题或需求；二、了解行业本身所处的发展阶段，来判断介入的时机；三、分析影响该行业的各种因素和程度，来判断投资的价值和风险；四、找到最有价值的企业，寻找投资的切入点。

模糊判断，建议买入该行业，理由如下。

一、大型环保平台公司，如没这块业务，但又想做，现在应果断介入，土壤修复市场已经到临界点。

二、该行业对政府不具备吸引力和视觉冲击，行业崛起是因为 1）土地增值模式带动的付费能力提升；2）顶层设计支持+细则持续落地，特别地方“小土十条”；3）去产能释放的需求订单。

三、选择标的，寻找 **1）在一二线城市有订单根基的“城市工业场地”土壤修复企业；2）至少拥有一种以上高端核心技术（如原位热脱附、电棒/电阻加热、引燃技术等） + 通用技术；3）具备能拿订单+ 打法灵活的管理团队，市场+技术必须有强有力核心负责人，建议老板年纪在 33-48 之间；4）有“环保工程总承包二级或以上”+专项设计乙资质，如没有看能否解决。5）公司规模不能太小；【备注：五个条件不可能同时满足，没这种好事，或价格肯定贵。满足其三便可，最重要是 1+3 点】**

四、短期看，一些公司能赚到钱。长期看，纯做土壤修复没前途；需和大型环保平台进行资源嫁接，丰富业绩弹性，壮大后再寻找其他出路。

五、该行业最近很火，很多资本在追，注意估值高估风险。

六、好消息，北建工是一家纯粹做土壤修复的公司，已报 IPO；如顺利过会，至少说明该行业的 IPO 道路是可行的或国家鼓励的。而其它已 IPO 企业，都不是纯粹的土壤修复公司。

➢ 案例分析 – 化妆品行业连锁

唐三彩是一家深耕于浙江、江苏、江西范围内，2.5 线以下城市的化妆品连锁店。大城市

人可能从来没听说过，但该连锁店在势力范围内名气很大，盈利能力很强。

如简单的做化妆品连锁行研，或对该公司进行研究。顶多得到比较肤浅的结论，比如核心竞争力包括 1）标准化管理，容易复制+扩张；2）选址能力；3）卖产品+免费体验式服务模式；4）……等等。

但实际上，公司最核心的核心竞争力之一，是各门店配备了“高于行业平均水平的高素质营业员团队”。各门店，会安排 5-10 名营业员，营业员负责导购推销 + 现场体验式服务。营业员依次序接待顾客，确保公平的接客数量。月底，公司对营业员业绩考核，优胜劣汰，保留最好的营业员团队。而表现好的营业员，薪酬也远高于行业水平，核心骨干现金参小股，对员工非常有吸引力。好&差营业员对公司业绩的影响，说小了每天相差 1 千元，说多了，每年相差 36 万元。这就是差距。

这种核心竞争力其实很难复制，好的营业员很稀缺。其他竞争者冒然闯入唐三彩的地盘开店，容易 pk 失败。而作为投资者纯粹有钱，去加盟唐三彩，在没配备好高素质营业员的情况下，同样大概率失败，是赌博。

我想说的是，（1）一些套路，是很难能通过行业研究去挖掘和发现的。只有找到成功的标的，深入其中，才能得到答案。（2）好的套路，小企业是绝对不会公开的，更轮不到券商去做调研，还能免费下载。而成功的大企业，他们的核心竞争力已垒的很高，你知道也没用。





要点总结：

- 做足功课，不能用行动上的勤快，掩盖思考上的懒惰。
- 研究最重要的大问题、大方向、大概率，并在正确的路径上持续积累。
- 大问题上的模糊正确，远比小问题上的完美精确更为重要。
- 系统化的思维，容易错过牛逼的企业，它们的商业模式凡人无法理解。
- 要相信，行业研究的不二法门是，静下心来，踏踏实实的去广泛阅读



美剧“西部世界”，造物主为让机器人具备真正的意识和灵魂，植入“冥想”程序。意识像迷宫一样由外向内，机器人开始觉醒。但机器人破解迷宫并不容易，需要经历很多生死轮回。

这个比喻也许不太恰当。但写研报就很像破解迷宫，需要大量阅读和思考，需要一遍一遍的梳理，需要通过故事背景去理解数字。

（五）精彩研报案例

本节的行业研究方法论是我多年前的拙劣之作，仍停留在表面。但我们可以向行业中最优秀的人和作品学习，推荐几篇都是集大成之作，从产业变迁规律、竞争/成长逻辑到企业战略。我欣赏他们的逻辑和框架，大于内容本身。哪怕未来情况的演绎并非像研报所描述的那样，那只能说，概率的另一面并未发生，但不能简单用结果去否定逻辑本身。

发布时间	报告名称	涉及行业	出品单位
2011 年 12 月 16 日	《安防行业深度报告：规模效应和品牌溢价》	安防行业	时任中金/现任天风-赵晓光
2011 年 10 月 14 日	《精密制造业深度报告：精密制造，连接世界》	精密制造	时任中金/现任天风-赵晓光
2019 年 12 月 22 日	《化妆品行业的变与不变：研究框架与趋势思考》	化妆品	广发零售电商-洪涛
2020 年 05 月 21 日	《深度研究之五:美团的战略、战术和能力圈》	互联网	国盛证券-张泽

（六）题外话

建议用投企业的方法，对自己做个分析，这很有必要。你在机构工作，本质就是自己给投进去，也是一种投资。我认为，决定个人前途的因素包括如下：

- 四个基本面：国运决定趋势 + 所在行业的景气度 + 公司所能给你的平台和资源 + 上级领导的水平决定你能否施展拳脚和上升通道
- 一个基础：你的家庭，或你的父母，能否给你一个较好的教育和经济基础。本质是给你更高的起点、更多选择的余地。
- 两个要点：个人的努力 + 运气。

最后，综合这些因素，特别是运气，能否和这个时代产生共振。如果这些因素或多或少不具备，你能做些什么。或者就你能力范围内有哪些是可以改变的。你能采取什么应对的方法，能突破重围。

我的建议：① 多思考；② 勇敢去多试（行动）；③ 注意要低成本的去试。我相信一个人，一生中有三次改变命运的机会，抓到一次便可。

五、投资能力的提升

简单说，就是提高判断项目是否靠谱的能力。我的体会如下，

（一）个人修为

提升有质量的学习和进化能力	■ 避免自动完成，而是有意识地刻意提升（Plan、Act、Review、Upgrade） ■ 离开舒适区 ■ 牺牲短期利益（短期效率的下降） ■ 大量重复性训练（在一段时间内集中训练少数能力） ■ 持续地获得反馈（通过结果来纠正和诊断自己的学习）
找行业内的顶尖高手学习	■ 找行业内顶尖的高手作为目标，同时必须有顶级的导师进行辅导。虚心多问，要能跳出舒适区，“关系”是麻烦出来的，即使是成功的前辈，也有“马斯洛需求层次 - 自我实现”的需要。所以，多问问没错。
反省的重要性	■ 看项目要有投资经理的细致，也要有首席投资官的高度，只有换位思考，你才会以更谨慎、更严格、更周全的态度去反思一个项目该不该投，投后如何管理，最后如何退出。
经历的连续性	■ 选择和自己职业经历相关的投资方向，形成和自己投资方向相关的人际网络至关重要
个人的信用	■ 信用是个人最核心的竞争力，是可以带的走的。

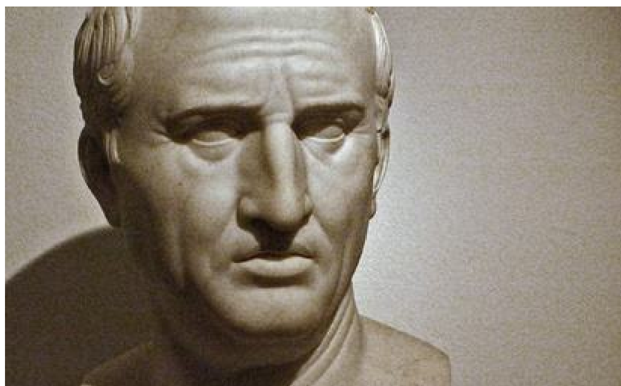
Tips: Review 这个词，我倾向于翻译成回顾。回顾的内容包括项目 + 人 +市场的复盘。注意三点（1）回顾的目的是检讨和找出自身的不足，从而进步。而不是证明自己是对的，别人是错的；（2）不能生搬硬套，每个项目都有自身的时代背景；（3） 区分偶尔 vs 必然，思考产生差异的原因，到底是偶发事件还是频发事件。

（二）工作层面

发挥团队协助的力量	■ 努力打造一个开放交流、分享精神和思想碰撞的投资团队。团队能定期进行头脑风暴，分享观点，并能相互得到足够反馈，来改良和提升自己的水平。最终，个人水平提升，整个团队的投资水平才能提升；大家好才是真的好！相反，靠团队某个明星成员都是不可持续的。
尽调的观点	■ 尽调不能流于形式，不是收集材料的过程。必须发表自己的观点。
尽调的质量	■ 尽调报告写到能真实和完整的反映现状。所以需严格要求团队，包括会计师、律师。只有自己足够专业，会计师、律师等，才不会忽悠，走流程了事。

要点总结：

- 如上的体会，才是本文最为重要和精华之内容，也是最难坚持的。
- 某人说投资的前五年纯粹是练级，多数项目都会打水漂；投资十年以上，胜算才能稳定。我认为方法得当，速度可以提前。
- 对个人成长，刻意提升能力最为重要，要避免自动完成。
- 对投资机构，发挥团队协作的力量最为重要，要淡化个人。
- 很多非常知名的投资人，并不是因为投过多少个项目，而是投了某一个非常成功的项目。
- 一段意味深长的话。什么叫真的懂？有一种懂叫别人觉得你懂。



古罗马政治家西塞罗认为，有价值的生活方式是努力为后人造福，哪怕自己可能看不到这种努力的结果。他还认为，只要一息尚存，就应该不断学习，自我提高。

（西塞罗 公元前106年-43年）

笔者点评：他的思想传承和影响了许多人，包括本杰明·富兰克林、查理·芒格。

生活感悟：如何选择和甄别好的同事？

安永合伙人 E 姐（Estalla Li），和黄哥（Edward Huang）曾经是我原单位的直属上级。我发现 一、和他们在一起工作时，我对自己的要求和标准会本能的提高到一个很高的标准；二、能闻到人性的味道。这就是好上级和同事的标准。我对他们两位的感谢，溢于言表。Tips：要努力把自己，也变成这种人。

查理·芒格：“1、别兜售你自己不会购买的东西；2、别为你不尊敬和钦佩的人工作；3、只跟你喜欢的人共事。”

EY 安永



图右是 E 姐



图中是黄哥

第二章　投资的思考框架

投资的逻辑和方法论很多，这里汇总了常用的一些 PE 和 VC 投资的思考框架。

注意，各种方法只代表几种思维模式，对帮助初学者理清思路，知道从哪里开始看项目，会有很大帮助。但这不应当视为教条或标准模板。

笔者认为，伟大的企业，往往由极富企业家精神、偏执狂等物种打造，他们还恰好和这个时代发生了共振。正因如此，他们的想法，常人无法理解，直到获得成功。

包括阿里、腾讯、京东在内的企业，创业早期都见了无数投资机构，几次融资非常困难。而投资机构都是一群具有非常好教育背景，才华横溢，非常努力的精英，但他们大多也没看准。这说明问题？说明常识和理性判断对做投资，也未必有用到哪去。常识理性是想象力的天敌。所以本文介绍的思考框架，是基础和入门，仅此而已。

PE 投资思考框架 1

一、天花板

天花板是指企业或行业的产品（或服务）趋于饱和、达到或接近供大于求的状态。在进行投资之前，我们必须明确企业属于下列哪一种情况，并针对不同情况给出相应的投资策略。在判断上，既要重视行业前景，也必须关注企业素质。

（一）已经达到天花板的行业——极度饱和的行业（如钢铁行业）。

投资机会来自于具有垄断经营能力的企业低成本兼并劣势企业，扩大市场份额，降低产品生产和销售的边际成本，从而进一步构筑市场壁垒，获得产品的定价权。如果兼并不能做到边际成本下降就不能算是好的投资标的。比如，国企在行政推动下的兼并做大，并非按照市场定价原则进行，因此其政治意义大于经济意义，此类国企不具备投资价值。

那些在行业萧条期末端仍有良好现金流，极具竞争能力的企业在大量同类企业纷纷陷入困境之时极具潜在的投资价值。判断行业拐点或需求拐点是关键，重点关注那些大型企业的并购机会，如国内四大钢铁公司。

（二）产业升级创造新的需求，旧的天花板被解构，新的天花板尚未或正在形成。

如汽车行业和通讯行业。这些行业通常已经比较成熟，其投资机会在于技术创新带来新需求。“创新”— 会打破原有的行业平衡，创造出新的需求。关注新旧势力的平衡关系，代表新技术、新生产力的企业将脱颖而出，其产品和服务将逐步取代甚至完全取代旧的产品，如特斯拉和苹果的创新对各自行业的冲击。

（三）行业的天花板尚不明确的行业。

这些行业要么处在新兴行业领域，需求正在形成，并且未来的市场容量难以估计，如新型节能材料；要么属于“快速消费”产品，如提高人类生活质量、延长人类寿命的医药产品和服务。这类行业历来都是伟大企业的摇篮，牛股层出不穷，要重点挖掘那些细分行业里具备领军地位的优秀企业 — 即：小行业里的大公司。

我们完全可以从公司和行业报道中，通过以上 3 点探讨深刻了解一家公司的行业地位和未来想象空间。重点是明确：1. 有没有天花板？；2. 面对天花板，企业都做了些什么？

二、商业模式

商业模式是指企业提供哪些产品或服务，企业用什么途径或手段向谁收费来赚取商业利润。比如，制造业通过为客户提供实用功能的产品获取利润。销售企业通过各种销售方式（直销，批发，网购等）获取利润等。

案例举例：戴尔和联想销售的产品本质上没有多大区别，但是戴尔的电脑直销盈利模式不

同于传统电脑销售，相应的核心竞争力是它的全球直销网上管理系统。联想若想重新搭建此平台代价太高，且有可能远高于戴尔构筑的成本，因此这套直销网络成为戴尔的壁垒。但是，PC饱和是戴尔的天花板，限制了它的发展空间。

另外，传统银行的商业模式是息差，竞争力要点是低成本揽储能力、放贷能力和高度的信用，壁垒是用户基础。中国的银行有政府信用作为担保加上劳动成本低廉，所以进入国内的外资银行很难与之竞争。一旦推出存款保险制度，中小股份制银行的信用将受到质疑，所以外资投资首选四大行，降低内地股份制银行的投资比重。

简要的商业模式情景分析：

靠什么挣钱？产品还是服务？挣谁的钱？是从现有的销售中挖掘、争夺，还是创造新的需求？如何销售？从产品生产到终端消费，中间有几个环节？有什么办法能够将中间环节减到最少？企业有没有做这方面的努力？随着销售量的扩大，边际成本会不会下降？等等。

通常来说，我们尽可能投资那些用一句话就能说明白商业模式的企业。商业模式进一步分析涉及企业所处的产业链的地位如何？处在产业链的上游、中游还是下游？整个产业链中有哪些不同的商业模式？关键的区别是什么？哪些是最有定价权的企业？为什么？企业与客户的关系是否具备很强的粘性？等等，这些决定该商业模式能否成功。

三、企业的核心竞争力

商业模式谁都可以模仿。但是，成功者永远是少数。优秀的企业关键是具备构筑商业模式相应的核心竞争力。

核心竞争力的内容包含：股东结构，领军人物，团队，研发，专业性，业务管理模式，信息技术应用，财务策略，发展历史等。

（一）专一性

专一并不等同于“单一”，而是指企业在某一领域具有深度挖掘和扩展产品或服务的能力。例如双汇，在肉制品上做到绝对专一，除肉制品之外的行业均不涉及。其产品线丰富，在热鲜肉、冷鲜肉、冻肉、肉肠和其他肉类加工产品方面有深入挖掘和拓展的能力。相比之下，同样是肉制品龙头企业的雨润食品却涉足房地产、旅游等非主业，管理层精力分散，多年来业绩不佳。因此，专一性决定了企业的主攻方向和发展战略，坚持不懈必有成就。

（二）创新能力

优秀的研发团队，已经获得的能够提供高标准产品和服务的先进的工艺、流程，或是发明专利，等等。纯粹的技术并不构成永久的核心竞争力。但是某一领域的技术壁垒（如专利技术）却能在一段时期内保持企业的领先优势。此外，技术优势会带来生产效率以及生产成本的优势，有技术优势的企业就能够获得高于行业平均水平的回报。可以通过企业的研发费用与收入的比值关系获得量化结果做出逻辑判断。

（三）管理者优势

企业的发展为投资者带来超额收益。企业的领导者及其管理团队的素质关系到企业的素质，关系到企业能走多远、能做多大，“投资要投人”正是这个含义。

在这一部分，重点要考察领导者和管理团队成员的背景，通过跟踪他们的言行（通过新闻、招股说明书或董事会报告）中获取企业的发展方向、行业战略、用人机制、激励措施等方面的信息。

我们需要判断他们的人品、格局和价值观，这些因素都会潜移默化地影响一个企业的前途，也间接地影响到投资者的回报率。实践证明，一流的人才做三流的生意，有可能把三流做成一流。相反，三流的人才做一流的生意，很可能把一流做成不入流。在企业核心竞争力诸多条件中，对人的因素的考察极其重要。

四、经济护城河（市场壁垒）

护城河是一种比喻，通常用它来形容企业抵御竞争者的诸多保障措施。上面所述的核心竞争力是护城河的重要组成部分，但不是全部，我们还可以通过如下几个条件来确认企业护城河的真假和深浅：

（一）回报率

从历史上看，企业是否拥有可观的回报率？回报率主要指毛利润、ROE（股东权益回报率）、ROA（总资产回报率）和 ROIC（投入资本回报率）。这几种回报率指标分别适用于不同的商业模式。重点是要从商业逻辑上判断，企业的高回报率是由哪些方面构成？决定因素是那些？能否持续？企业采取了何种措施以保障高回报率的持续性？主要的量化分析方法有杜邦法、波特六力法和 SWOT 法。

（二）转化成本

企业的产品或服务是否具备较高的转化成本？转化成本是指：用户弃用本公司产品而使用其他企业相类似产品时所产生的成本（含时间成本）与仍旧使用本公司产品所产生的成本差值。较高的转化成本构成排他性，如微信和易信，易信在本质上与微信差别不大，但对于用户来说弃用微信而用易信存在诸多不便，存在较高的转化（重塑）成本，微信因为先发优势具有较强的生命力和商业价值。

如果能让用户不选择竞争对手的产品，说明企业的产品对用户来说有粘性和依赖性，那么这家企业就拥有比较高的转化成本和排他性。了解企业的转化成本必须要从消费者和使用者的角度考虑，从常识、使用习惯和商业逻辑来判断。转化成本不具备永久性，须结合实际情况综合研判。

（三）网络效应

企业通过哪些手段销售产品？具体地说，是通过人力推销、专门店销售、连锁加盟还是网店销售？各种销售手段分别为企业带来多少销售额？传统企业如何应对电商？企业的网络规模效应如何？网络效应通常是指企业的销售或服务网络，这些网络的存在为用户提供了便利，以用户为中心的便捷性就能产生粘性。

随着用户数量的增加，企业的价值也逐渐由于网络和规模的扩大而不断放大。比如，就全国范围来说，工商银行的营业网点遍布全国大街小巷，甚至在国外主要城市也有网络分布。相比而言，它比地区性银行具有更大更广的网络效应，因此，工商银行的用户更多，其企业价值也相对更高。

（四）成本与边际成本

企业的成本构成是怎样的？成本的决定因素有哪些？企业的成本能否做到行业最低？如何做到？单位成本能不能随着销售规模扩大而下降？企业要想长久地保持成本优势并不容易，它需要有优于对手的资源渠道（原材料优势）以及更优越的生产工艺（流程优势），更优越的地理位置（物流优势），更强大的市场规模（规模优势），甚至是更低的人力成本。低成本的另一面就是高毛利，高毛利就是一种强势竞争力的体现，高毛利的企业通常具有定价权。

（五）品牌效应

产品或服务是否具有品牌效应？事实上，对于大多数用户而言，他们对于品牌的敏感度远不如对价格的敏感度那么高，价格是指导购买行为的第一要素。品牌的意义在于它能够反映出产品或服务的差异性、质量、品位和口碑。品牌的价值在于它能够改变消费者的购买行为，从而为企业带来高于平均水平的附加值。因此，具有品牌效应的产品或服务应该具有如下特征：

- 具有很强的辨识度。

- 是信任、依赖和满足感。
- 高于一般水平的售价。
- 是企业的文化和价值观。
- 对于消费者来说是一种优先购买的选择。

五、成长性

成长性侧重未来的成长，而不是过去，要从天花板理论着眼看远景。成长性需要定性、而无法精确地定量分析。对于新兴行业来说，历史数据的参考意义不大。而对于成熟行业来说，较长时间的历史数据（最好涵盖一个完整的经济周期）能够提供一些线索，作为参考还是很有必要的。

1、收入是利润的先行指标

- 收入增长情况
- 主营业务的变化
- 主要客户销售额分析
- 主要竞争对手比较

2、毛利率水平体现了企业的竞争力

- 毛利率水平
- 成本构成

3、净利润的水份

- 经营性利润（剔除投资收益、公允值变动收益以及营业外收益后的利润）
- 真实的净利润（经营性利润-所得税）

4、收入与利润的含金量

- 现金收入率（销售商品或提供劳务收到的现金/收入）
- 经营现金率（经营活动产生的现金流量净额/收入）

■ 自由现金 FreeCashFlow（自由现金=运营现金流-资本支出）

■ 自由现金/企业价值（FCF/EV，企业价值=市值+有息债务）

六、回报率水平

1、ROE（股东权益回报率，或净资产收益率）

2、 ROA（总资产回报率）

3、 ROIC（投入资本回报率）

Tips: 需要注意的是，在计算过程中须对涉及净利润和净资产的项目进行拆解，获取属于经营活动的真实数值。净资产的拆解分析中必须剔除资产项中与企业经营活动无关的内容。

4、杜邦法（销售净利率、资产周转率、权益乘数）

5、波特六力法（现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商的议价能力、客户的议价能力、替代品、企业互补因素）

6、SWOT 法（优势、劣势，机会、威胁）

七、安全性：关键是现金流与现金储备

1、资产结构

a.现金资产，资产中现金及现金等价物的比重，代表了企业的现金储备。

b.可转换现金资产，包括金融资产、交易性资产和投资性资产等等。

c.经营性资产

2、负债结构

a.有息负债

b.无息负债

3、运营资本与资本流转

a. 应收账款与主要欠款方

b. 存货构成

c. 资本流转情况，即：本期运营资本变动与上一期运营资本变动的差值。

运营资本变动=（预收+应付）-（应收+预付+存货）

d. 用别人的钱赚钱。具体来说就是企业的运营资本变动为正值，即：（预收+应付）>（应收+预付+存货），上游客户的应付款与下游客户的预收款相当于一笔无息贷款，满足了企业正常运作所需的流动资本。这是一种比较特别的商业模式，如：苏宁电器和国美电器。这种商业模式显示出企业在市场中的强势地位。

e. 信用。这里的信用是指票据信用。票据是一种信用融资，企业的应收票据是对下游客户的信用，应付票据体现了上游客户给予企业的信用。票据信用反映了企业与上下游合作方之间的关系和地位，也是一种商业模式。

4、现金流是评估企业竞争力的关键指标，因为利润可以被粉饰，其结果的水分较多。经营现金流持续为正的企业具备研发和投资实力。大致可分为几种情况：

a. 现金增加值和经营现金流都是正值——企业很安全。

b. 现金增加值为正或者相抵，经营现金流为负值。表明筹资、发债或者银行借款的现金流入抵消经营现金支出。企业还算稳健。须结合利率水平评估企业有可能存在的财务风险。

c. 现金增加值和经营现金流为都为负值，表明公司存在财务问题。当然对于家公司的判断要看其发展趋势，要看核心竞争力和市场壁垒。比如Facebook。如果是传统型企业还是规避为好。

d. 现金增加值为负值，但经营现金流为正值。说明企业有投资、研发或者还债支出。这种情况须具体分析。重点要判断消耗现金的主因是哪一部分（投资还是筹资）。最不理想的状况是现金仅仅用于还债，投资价值不大。

PE 投资思考框架 2

如下内容来自九鼎投资内部培训，我认为内容挺好。核心思想和查理芒格是一脉相承的，即（1）缩小能力圈，在能力圈内行事，以提高胜算;（2）用好排除法，避免亏钱，才能赚钱。

一、我们的定位：PE 而非 VC

我们整个的定位是 PE 而不是 VC。以我过往的经验看，我们做投资的人，尤其是刚入行不久的年轻人，有一种观念,单纯地认为做 VC 比做 PE 要好，认为 VC 能轻轻松松赚大钱而做 PE 四平八稳没什么意思，我将其称之为“VC 崇拜”。

我们不妨想一想投资的本质是什么呢？我们投资的本质是获取回报，并且是在低风险的条件下获取回报，所以说我们追求的是风险调整后的高收益。这些人拥有“VC 崇拜”的人大多看到的是个别 VC 项目的高收益，而不是整个组合的收益。

实际上，具有高收益的组合很少，国际上的 VC 基金收益率极少能达到 20%的年化收益率。大家可以看看三板挂牌的 VC 基金或者问问你们身边做 VC 的朋友，他们已经算是国内 VC 做得比较好的，他们一般都会有几个成功案例而且他们一般都只会讲成功案例，但着眼到组合的年化收益率就很一般。

我们坚持纯粹的 PE 定位要做到以下三点：

（一）极低风险，较高收益

我们定位 PE 就是要追求极低风险较高收益，永远要把极低风险放在第一位，如果没有极低风险的前提，我们追求的高收益就没有意义，我们在做项目的时候永远要把极低风险作为第一要务。

（二）追求单一项目的确定性

我们要追求确定性，芒格说“赚钱的秘诀不在于冒险，而在于避险”，你不亏钱就会赚钱。确定性可以通过追求总体的确定性或者追求单一项目的确定性来实现，但总体策略在面对单个项目时不可控，所以我们要以追求每一个项目接近百分之百的成功作为目标，每一个项目确定了总体上自然就确定了。

（三）纯粹性

我们的 PE 定位就是要以 PE 的办法、逻辑、模型来开展工作。我们在过往工作中坚持了 PE 模式为主，但在不经意间就容易混淆、混合进 VC 的理念；过往不经意间投资的具有 VC 性质的 10 到 20 个项目效果很差，其根本原因就是我们按照 PE 的逻辑投了 VC 项目而没有按照标准的 VC 逻辑去做；所以，我们要坚持纯粹。

二、能力圈：尽量划小

我希望我们可以把能力圈尽量划小。

（一）我们实际能力小于我们以为的能力：过于自信是人的天性

人类总体而言是过于过度自信的，我和你们当中的绝大多数人都是这样，这是为什么呢？因为人类在上万年的进化过程中面临的艰难困苦太多，只有那些自信的，尤其是过于自信的人才能够克服这么多艰难困苦，才没有在过多的痛苦中过早消亡。所以大家身上都是乐观的祖先所遗留的基因，我们的血液里都流淌着不合理的自信，我们必须清醒认识到这一根本原因。

判断我们自身是否过于自信并不容易，但我们可以判断身边的同事是否过于自信，答案大多数时间是肯定的，可是，在他们眼里我们又何尝不是如此？我们必须要清楚：我们的实际能力小于我们以为的能力。这一结论是绝对正确的，是人类这个群体、这个物种无法避免的。

（二）划小并坚守能力圈极其重要

既然我们的实际能力小于我们以为的能力，那我们要如何做事才比较稳妥呢？我们应该在心理上把我们对自身能力的预期降低一些，也就是划小能力圈。把你以为你擅长的能力预期降低一点，那么你的能力才能更好地匹配现实需求，至少不会偏差太多。所以我说划小并坚守能力圈极其重要，我们作为个人、集体、集团也是这样。

（三）我们的专长：识别成熟企业现在值多少钱

我们的能力圈，也是我们现在唯一拥有的一种能力，我用一句话概括：识别成熟企业现在值多少钱。识别成熟企业现在值多少钱这件事也不容易，要求比较高，但也没那么高。我认为我们对于这个能力是有足够信心的，是可以切实做到的，是没有过度自信的。

（四）我们不擅长：判断宏观、早期企业、企业未来、人、管理

什么在我们能力圈之外的也必须时刻清楚。

第一，判断宏观经济，诸如预测经济增速、利率、汇率的波动，在过去一百年甚至整个历史上都没有人靠此成为富豪，我想我们也没有这个本事。

第二，判断早期企业。早期企业做大做强是极低概率的事件，即使是判断成熟企业十几二十年后的发展也很困难。A 股的三千余家上市公司给我们留下了大量可供复盘的案例，当你从前向后翻看过去的资料并基于当时的情况进行预测，你就能发现现实在很多时候都事与愿违，至少我认为预测比较成功的概率不会高于 50%。

上一条的道理同样可以解释为什么我们对所投企业未来没有那么强的判断力。简单认为“投资企业就是投资企业的未来”的想法是错误的，我说我们作为一个整体对企业长期发展前景的判断没有那么强，也不代表我们不需要判断。

同样，对投资而言，管理层很重要，但是对人的判断却极其困难。

管理是超级复杂的技能，管理要求的性格特质与投资有极大区别，我们不能对介入企业管理从而提升其价值抱太大希望。我们自己的管理能力很一般，就更不好去评价他人。这些都是我们不擅长的事情，至少是结果不确定的事情，我们不能把工作重点放在这些不确定的事情上去赌结果。

（五）一招鲜（sharp），吃遍天

我们要把我们的能力圈界定在“识别成熟企业现在值多少钱”这一招里面，“识别成熟企业现在值多少钱”至少是我们通过努力可以做到的。“一招鲜，吃遍天”，我们围绕这个能力圈就能赚很多钱，这一招就足够了，但是我们一定要做到“鲜”，英文对应“sharp”，就是犀利，就是对本质问题有极其透彻的认识，要做到像程咬金的三板斧一样，对谁都有用，而且只需要这“三板斧”。

三、收益来源：价差为主

下面，我给大家讲讲我们的收益来源。我把我们的收益划分为三个来源：基础价差、增长、泡沫价差。

（一）收益=基础价差+增长+泡沫价差

第一部分基础价差来自于买的便宜，是我们买的价格与成熟企业现在值多少钱中间的差额，买得便宜是赚钱的秘诀。第二部分增长很难判断，但是多少会有一些。泡沫价差是市场定价不理性的时候给出的溢价，这个取决于市场的非理性波动。

（二）基础价差：1 买 2

无论对于一级市场投资还是二级市场投资，我们一定要买得便宜，只有买得便宜了才能在基础价差的基础上，可能性的去赚一点泡沫价差。

（三）增长：太难/不确定

从我们的角度，企业增长太难看清，复盘我们已上市的项目，复权后的每股收益增长只有百分之十几，所以说一般项目达到20%的增长很难，还有一些项目基本没有增长。企业作为经济体的一员，想要达成超出全球经济增速、国家 GDP 增速太多的增长具有很大的不确定性，我们不能依靠于此。

（四）泡沫价差：或有或无

泡沫价差可能有，可能没有。比如我们投的红旗连锁，企业非常优秀，但是卖出时点二级市场估值较低，几乎没有泡沫价差。

（五）价差是盈利的核心来源

价差包括基础价差和泡沫价差，是我们主要的收益来源。这与 VC 的投资逻辑不一样，因为 PE 投资无论是从个体上还是整体上都不可能实现很大规模增长，所以我们不能把盈利赌在增长上。

（六）必须以抓基础价差为主

我们一定要确保基础价差的存在，必须以抓基础价差为主，并且要坚持 1 买 2 的原则，在此基础上再靠运气赚取泡沫价差。基础价差就好比蛋糕中的面粉，增长和泡沫价差则是上面的奶油。

确保了基础价差的存在才能确保投资成功，而不能寄希望于增长；要谨记买得便宜是

赚钱的王道，是 PE 投资的精髓。不然，你就很可能走在“你以为你能判断得准”的错误道路上，如果不信，大家可以回顾一下各自过往的盈利预测。

四、赚钱方式：捡钱而非挣钱

围绕上一话题，我讲讲我们的赚钱方式。有人靠捡钱，有人靠挣钱，我自己下个定义，在能力圈内赚钱就是捡钱，在能力圈外赚钱叫挣钱。“挣”字读起来就很费劲，而在能力圈里做事就很轻松。

（一）捡钱与挣钱的定义：能力圈内还是圈外

假设有一个抢答比赛，口算十以内的加减乘除就是能力圈以内，口算五位数乘八位数就是能力圈以外，不仅很累，95%的概率还要犯错。

（二）挣钱太难/我们都没有挣钱的本事

我们一定要坚持捡钱的原则，只有我们的某项投资 100%挣钱，这个钱我们才挣得到，天下赚大钱的人都是靠捡钱的方式赚的；没有人靠挣钱的方式赚大钱，挣钱的都没有能把一个高级的能力圈用到极致。我们要谨记“挣钱太难，我们都没有挣钱的本事”，因为挣钱在我们的能力圈之外，而所有人都在想着赚钱，所以我们要把能力圈划小，在这个圈里我们才有核武器才能打败其他人。

（三）我们的能力圈：可以识别部分成熟企业现在值多少钱

我们的能力圈是可以识别部分成熟企业现在值多少钱部分，要特别注意前面的定语“部分”。有些业务太复杂或者未来不确定性太大的企业我们识别不出来，我们就要排除在外。我们只识别能够识别的企业值多少钱就能赚很多钱，这就是我们的核武器。

（四）必须坚持捡钱观/躺着就把钱赚了，摒弃挣钱观

所以我强调我们必须坚持捡钱观，有句话叫“躺着就把钱赚了”，这才是真正赚大钱的方法，必须摒弃挣钱观。

（五）坚持以基础价差为盈利的基础来源

以上观念落实到我们的模式就是要坚持以基础价差为盈利的基础来源，对未来做成功的精准判断是相对小概率事件。

（六）必须以企业的现在价值而不是未来价值为基础

另外，不要预测企业未来多少年值多少钱，必须判断现在值多少钱。因为只有现在价值能大致能确定，而未来价值会有较大偏差。牢记“识别部分成熟企业现在值多少钱”才是我们的能力圈。

五、极低风险：避免致败投资

我们要追求极低风险，什么叫极低风险？我们把高危的排除掉，剩下的就是极低风险了，也就是说我们要避免致败投资，避开了致败投资，致胜投资自然就会来，就像“做到不亏钱就会赚钱”、“避免做坏人的行为就能成为一个好人”。如果我们能把下面复盘总结出来的十几个因素排除在外再来一次，我们的投资业绩会好很多。

（一）财务造假

首先是财务造假，财务造假的项目赚不到钱，好的企业是不会财务造假的。客观地说，在识别财务造假方面我们是国内比较领先的，在 2013 年前我们因为还没有认识到高的资本回报率与竞争优势之间的关系犯了一些错误，但在未来企业将很难糊弄我们了。

（二）早期项目/尚未实质持续盈利

投资早期项目、尚未实质持续盈利的失败是过于自信造成的。

（三）小蜜股/严重依赖单一客户/严重依赖政策优惠

小蜜股是指单一或有限几个客户的企业，其市场具有很大不确定性，严重依赖单一客户或政策优惠。

（四）非标小单业务

有些非标准化的小单业务，比如档案软件、疫苗追溯系统，这样的业务因为市场规模、自身体量等原因很难赚大钱，拥有这样业务的公司自然很难发展。

（五）行业周期波动大且企业在高点过度扩张

行业周期波动大本身不是问题，但“波动+杠杆=毒药”，我们已投项目中有个别本身还不错的企业因此陷入困境。

（六）小的消费品企业

小的消费品企业做大是低概率事件，以 PE 的逻辑不能投。相对而言小的工业品企业做大更容易。

（七）规模偏小且成长性又不清晰明确

我们说小企业不确定性大，只能投工业品品类的小企业，并且不仅要求其增长性好，还有要有明确清晰的增长点。

（八）不同企业组合在一起

总体来说不同实际控制人的企业组合一起很难做大，但强者收购弱者不在此范畴。

（九）国有企业

我们过往投资国有企业的七八个案例中，整体没有取得高回报。从全球视角看，特别成功的国有企业数量不多，在不成功的商业世界里寻找成功很难，我们没有必要拘泥于此。

（十）实际控制人为老人或女人

投资要抓大概率，从过往经验来看，老人作为企业实际控制人大概率上缺乏上进的动力；女性作为实际控制人在中国的国情下更不容易，这是我国中小民营企业老板的特殊角色所决定的，企业要克服的各种困难对女性来说压力太大，过往我们投过的五个实际控制人为女性（笔者点评：要结合企业发展现状和行业所处阶段综合考虑，越是到企业后期，特别是上规模以后，这句话的适用性就越低）的企业仅有一家成功。

（十一）两个主要股东持股比例几乎相等

两个主要股东持股比例几乎相等的企业一般发展不好，其根本原因是人的过度自信：两个人总会出现分歧，而在我国的文化中没有很好的平等协商机制，大家都有控制欲，好面子，这就给公司治理留下了很大隐患。但这种情形下也有特例。

（十二）老板另有更大产业

在全世界经商都很难，做好一个企业需要投入百分之百的资源和精力尚且很难成功，更不用说两个了。如果老板另有更大产业，我们所投的项目就无法获得老板资源、精力的倾斜，本身很难成功；另一方面，主要战场一旦出现问题，牺牲次要战场就变得顺理成章，担保、挪用很容易出现。

（十三）发展了很多年才达较小规模

发展了很多年才达到较小规模的企业被我们称为“小老头企业”，从概率上讲，这样的企业在我们介入时点后就发展很好的可能不大。

（十四）安全却无保障条款

非超级安全却无保障条款的项目是过于自信导致的错误。我们不要求百分之百地签保障条款，但我们要求除非是安全的项目，其余项目都必须有保障条款，简单的一条保障条款可以减少很多损失。

（十五）未能完全看懂的项目

没有看明白的项目就不能投，模模糊糊的项目不能投，更不能以为少投一点就部分规避了风险。

（十六）其他项目就是可投项目：平庸企业、良好企业、优秀企业。

了解以上特征的意义在于，我们可以迅速排除掉致败投资，剩下的就是可投的项目类型，比如生产非标大单产品，行业波动大但杠杆低，中青年男性企业家所持有的唯一企业。但是在这其中大部分是平庸企业，优秀的企业就更少了，不过我们必须谨记，只有排除了致败投资，我们才有可能致胜。如果考虑机会成本，这是一张价值 100 亿的图，但我认为它在未来发挥的作用值一千亿，希望大家谨记。

六、项目重点:好企业（良好和优秀）

我们的工作要重点围绕好企业做文章，也就是前面我说的良好和优秀企业，那么衡量好企

业有哪些标准呢？

（一）好企业标准：ROE15%及原因

我认为 ROE 大于等于 15%的就是好企业，低于 15%的是常规企业。我们集团自有资金的权益类投资全部要求 15%的长期复合回报，所以我们也要求大家不能投 ROE 在 15%以下的企业；另一方面，A 股的平均净资产收益率是 8-10%，全球主要资本市场的 ROE 在 10%左右，我们要求比市场平均水平好一点。

（二）该 ROE 是与竞争优势对应的可持续的 ROE

大家要记住，我们在探讨企业 ROE 是否符合标准的时候，该 ROE 必须是与竞争优势对应并且可持续的 ROE，要求高资本回报率的同时必须有与之对应的竞争优势，偶发、波动所导致的高 ROE 没有意义，与竞争优势相对应、可持续的 ROE 才是一个判断标准。

（三）良好与优秀的分界线：金融 20%、非金融 30%

我认为区分“良好”与“优秀”企业的实证标准是金融企业 ROE 超过 20%，非金融企业 ROE 超过 30%。

（四）必须紧紧围绕好企业做文章

我们必须紧紧围绕好企业做文章，我们指的好企业就是上面所说的具有与竞争优势对应且可持续的大于等于 15%的 ROE 的企业，只有好企业才是时间的朋友，他们的再投资回报高，每股收益增长的概率大，而差企业是时间的敌人，时间越长对我们损害越大。所以，我们一旦发现了好企业一定要牢牢抓住机会，要把主要精力放在投资好企业上，哪怕价格高点也要坚持投好企业。

七、增长：不依靠不放弃

在此我再次强调预测的不确定性，所以我把项目收益与增长的关系总结为“不依靠、不放弃”。

（一）增长：太难、太不确定

（二）不依靠增长：因为可能没有

我们不能（完全）依靠它（增长）获取收益，因为它很可能没有，就像夫妻可能会离婚，一方不应将生活的全部寄托于另一方；

（三）不放弃增长：因为可能有

但也不能放弃它，因为增长可能有，亦如我们夫妻之间的微妙关系一样。

（四）增长的价值：提高胜率、提高收益率

增长不是我们投资成败的必要条件，我们关注增长的意义在于其可以提高我们的收益率和胜率，我们不依赖它，但是要重视它。

收益=基础价差（100%）*（概率 100%）+增长（0%-300%）*（概率 0%-50%）+泡沫价差（0-200%）*(概率 0%-50%)

下面我结合概率简单地给大家说明这个问题。基础价差在实际操作中通过“一买二”的方式基本可以确保百分之百地获得，具有可操作性、确定性。我们投的企业在五到八年中每股收益可能实现 0 到 300%的增长，但是我们总体上不应有过高的期望，企业也有可能负增长；右边的概率代表我们对实现这种增长的预期，这取决于我们预测的准确程度，出于谨慎以及经验的考量，这一概率不应高于 50%才是看待增长的合理态度，二者的乘积才是增长贡献的期望收益，也是我们要关心的地方。

理解增长对收益的贡献的思路同样可以应用于对泡沫价差的分析，大家一定要以概率思维进行思考，这样大家就能通过这样简单的公式，厘清三种收益来源在期望收益中孰轻孰重。

八、增长决定：需求增长+竞争优势

我们怎么去分析增长这件事呢？我们需要把需求增长和竞争优势结合在一起去分析。

（一）行业需求增长决定着企业中短期内的增长

需求增长为企业的增长提供了机会，在不增长的行业中企业很难增长。

（二）能产生持续高 ROE 的优势决定着企业中长期的增长

没有竞争优势的增长没有价值。ROE 低于 8%的企业增长需要投入同样比例甚至更多的资本金，这种增长无法增厚每股收益，是毫无意义的，甚至是毁灭性的。

（三）企业家才能在上述两点决定的区间内发挥作用

细分行业的需求增长决定了企业中短期内的增长；企业中长期的增长主要取决于市场份额的增长，即优秀企业对不优秀企业的挤出。这两个因素同时作用于企业增长，只是在不同的阶段影响大小不同，我们分析时应该根据我们的投资期限有所侧重。企业家才能只能在上述两点决定的大方向内发挥作用，具备杰出才能的企业家也无法在没有竞争优势的企业或天生很难有形成竞争优势的行业成功。所以，企业家才能重要，但也没有那么重要。

（四）对中国的中小企业而言企业家才能极为重要

相对而言，对中国的中小企业来说，企业家才能极为重要，但对于大企业则没那么重要。因为中国政策变化快，企业有可能遇到各种困难，中小企业的不确定性太大，这个时候企业家的角色十分重要；而大企业经过了多年经营，一方面老板的才能已经获得了初步检验，另一方面企业家在企业正常经营过程中的影响变小，不必过多关注企业家才能。但是，就如同对待其他不确定的因素一样，我们仍要对企业家才能保持足够的关注。

（五）三要素中至少其中一项特别突出才可能较快增长

行业需求增长、竞争优势、企业家才能至少其中有一项特别突出的企业才有可能快速增长；三项都平庸的企业则基本不可能能快速增长。

九、企业家判断：太难

对企业家才能的判断在实际操作中太难。

（一）应下注赛马而非骑师

所以从 PE 的逻辑上我们应下注赛马而非骑师，应重点研究这匹马过往怎么样而不是骑师怎么样，好马才是决定输赢的主要因素。

（二）优秀的企业家需要具备多项关键素质和技能，极为稀少

从概率上讲，优秀的企业家需要同时具备多项关键素质和技能，极为稀少。

（三）从概率角度看，对企业家事前准确判断是个低概率事件

同样从概率角度看，全国优秀的企业家大致不超过 1 万个，也就是十四万分之一，统计学规律决定了我们不太可能在事前做出正确的选择，我们也不应该在错误的方向上去做选择。

（四）我们接触时间短且不全面，更难

基于以上原因，由于我们接触企业家的时间短且不全面，做出正确判断就更难了。

（五）过往实际管理企业的业绩，可以证明部分问题

过往实际管理企业的业绩比较重要，它是我们衡量企业家才能唯一可靠或者说最重要的线索。企业与主要竞争对手或行业龙头的发展历程对比可以为我们提供很多有用信息，从而提升我们判断企业家能力的正确率。总而言之，用结果说话，“不看广告，看疗效”。

（六）我们能做和要做的是排除明显差的

我们在投资过程中能做和重点要做的是排除明显差的企业家，将对商业模式、竞争优势是理解有明显偏差的企业家排除在外。识别好的企业家不容易，排除差的相对容易，我们在排除差的这方面要尽力而为。

（七）尽量选我们以为的好的企业家，是为了提高胜率

我们选出的好的企业家，毫无疑问是基于我们内心对于“能干”的标准，因为 99.9%的人做不好企业家，所以这个标准一定会与真正的“能干”有着很大偏差。但我们尽力而为是为了提高胜率，如同我们对待增长一样——我们的投资决策不依赖于企业家才能，但是我们也不放弃甄别优秀的企业家才能可能带来的胜率提升。

十、机会：零散机会而非系统性机会

接下来讲一讲在我们严格筛选条件下的投资机会。

（一）有效市场基本理念

到了今天，在全国有一万多家备案的 PE 机构，中国的一级市场和二级市场是基本有效的。

（二）系统性投资机会是个伪命题

所以在这种情况下存在系统性投资机会是不太可能的。

（三）安全的高收益投资机会极其稀少

因而，我们追求的安全的高收益投资机会必然是极其稀少并且极其零散的。

（四）大量搜寻和筛选

（五）耐心等待和坚持

我们要大量搜寻和筛选项目，通过耐心等待和坚持来达成目的。机会对于个人是零散的，但对于整个公司而言则不是零散的。

（六）少而精/集中投资和重仓杀入

我们坚持少而精的原则，既然符合我们高标准的机会很稀少，那么一旦发现我们确认安全且高收益项目就要集中投资，重仓杀入。我们拒绝以减少投资额对没有把握项目进行投资的行为，因为这样的行为实际上没有减少任何风险。

十一、机会来源：各种无效

我们的机会来自于对各种无效行为的把握。

（一）未上市且竞争不充分（投资机构）

未上市且未被大量投资机构关注的企业可能存在低估的情形，发现了这样的优秀企业我们要迅速抓住机会。

（二）市场整体或细分行业低估

（三）周期性低点

大部分人都是通过线性思维而非均值回归模型看问题，从而夸大市场或细分行业在周期低点所面临的悲观形势，造成市场或细分行业的整体低估；还有一些误解也会造成细分行业的低估，比如目前的银行股。

（四）被夸大的负面情况

公司的负面消息影响往往会被夸大，尤其是在二级市场更容易出现这种情况，大部分人情绪波动很大，不会独立思考，我们作为理性投资者要敢于抓住这种别人犯错的机会。

（五）卖出方应急卖出

股东有时可能面临其他资金需求而被迫低价卖出部分股权，比如一些 PE 机构产品到期了必须卖出的股票。

（六）战略合作

还有一种方式叫战略合作，比如私有化的时候与管理团队进行战略合作。

（七）其他还有一些机会需要大家去思考。

总而言之，只有这些无效的存在才让我们赚到钱，我们做每一个项目都要思考“我们为什么能赚到钱”；我们在开发、跟进项目的时候就要考虑向这些方向运作或者识别发现这些市场暂时无效的机会。牌桌上有一句话“如果你不知道谁是输家，你应该就是输家”，如果你不知道交易中谁是傻瓜，你可能就是。

十二、心态：将客户资金当做自有资金

我们必须将客户资金当作自有资金看待，把公司自有资金当作个人自有资金（自己辛勤劳动和省吃俭用的钱）看待。

（一）必须把客户资金当作自有资金看待

（二）必须把公司自有资金当作个人自有资金看待

大家做不到以上两点，不负责任的态度一定会以各种途径传播出去，未来也很难募资。我在昆吾时曾告诉客户，在投项目时我都会思考“如果是我个人的钱我是否会投”，希望大家都能跟我保持一样的理念。

（三）不设较高的投资规模要求/不设规模要求

基于我们少而精的策略，我们在公司层面不会设具体投资规模，绝不会为了完成指标而降低投资标准；但各个团队要以考核为导向，积极寻找项目。

（四）我们有这个财力，大家也应有这个定力

（五）“我们靠等待赚钱”

我们没有必要为了投资而投资，我们主要靠等待赚钱。

VC 投资思考框架 1

该手册重点还是以 PE 投资为主，而不是 VC。但相信，多一种思想武器，对 PE 项目的判断大有益处。

阅读《Venture Capitalists at Work》让我受益匪浅，个人总结一套 VC 投资方法论，暂且叫“迹象投资法”。为什么叫“迹象”呢？因为像我这样的普通人要预测未来真的很难，但优秀初创项目多少会流露出某种迹象。如能很好地识别这种迹象，对项目判断会有帮助。

迹象投资法的核心包括四点，分别是 **需求 + 市场 + 团队 + 时机**。

一、需求（Need）

好的迹象：创始人在为自己解决问题和需求（personally connected），例如有趣的 + 有用 + 让人不舒服的问题。此时，需求的真实度极高，成功率也会比较大。因为，创始人也是普通人，而问题往往具有共同性，他就是自己的第一个客户，却满足了广阔的市场需求。当发现这种迹象，虽然不能确定会成功，但肯定非常值得关注。举例，思科创始人想跨网传递情书，Dropbox 创始人不想带 U 盘来回宿舍和学习，Facebook，Google，世纪佳缘等都是典型的例子。

好的迹象：产品或服务有回头客 + 口口相传 + 客户肯付钱。这三者有先后次序。首先，客户用了以后，肯再用。公司要把握最重要的头一两次机会。其次，客户觉得产品很赞，能主动推荐产品给朋友，一些超棒的产品，客户甚至会推荐给五个以上朋友。最后，当产品做到一定时候，能给客户带来足够价值时，能想办法收费，客户肯付钱。如果说产品很好，但就是不肯付钱，那产品价值肯定存在问题。

好的迹象：产品有足够的防御性。相比大公司，初创公司的优势是足够灵活 + 决策很快，特别是互联网技术普及后，创业者能已较低成本去用一些现成的技术。或许这也是唯一的优势。而大公司不一定擅长进攻，因为既得利益集团太多，或处于内部流程繁琐，或个人职业生涯考虑，他们没有足够动力去改变，不想去冒一些风险。做一些大公司没做过的，low 的，他们不

屑的产品，至少一开始这种做法本身，就一种很好的防御性。产品初步成功后，模仿者肯定会有，要提供独特的核心价值，单纯免费或价格很低是不够的。

坏的迹象：创始人主要为了想赚钱而创业，从而在解决别人的问题和需求。这样就容易识别出伪需求，基本面就不好了，成功率就很低。不是说为赚钱而创业的想法有错，而是创始人这时做的产品，不够 personally connected。因此，容易做出市场并不需要的产品，识别出错误的需求，或产品很难做的足够好。

坏的迹象：没法吸引到任何用户或用户很少

最后，要问一些问题。价值主张有多大？产品服务是否必不可少？能否改变人生或企业的生活或工作方式？是否能改变游戏规则？ 足够好，才有口碑，获取客户成本就不会高。

二、市场（Market）

好的迹象：确定正需求后，下一步是否大市场。市场足够大，成长空间和跑道才会足够长，容易产生伟大企业。市场规模预测决不能依赖调研机构报告，只能凭借第六感或经验

要打造估值要上百亿企业，对应市场也应该上百亿。

需求正确，市场足够大，犯错不会致命。需求不正确，市场不够大，犯错很致命。

较晚进入市场问题不大，Google、Facebook 进入都比较晚。但对手互联网效应很强时，难度就比较大。

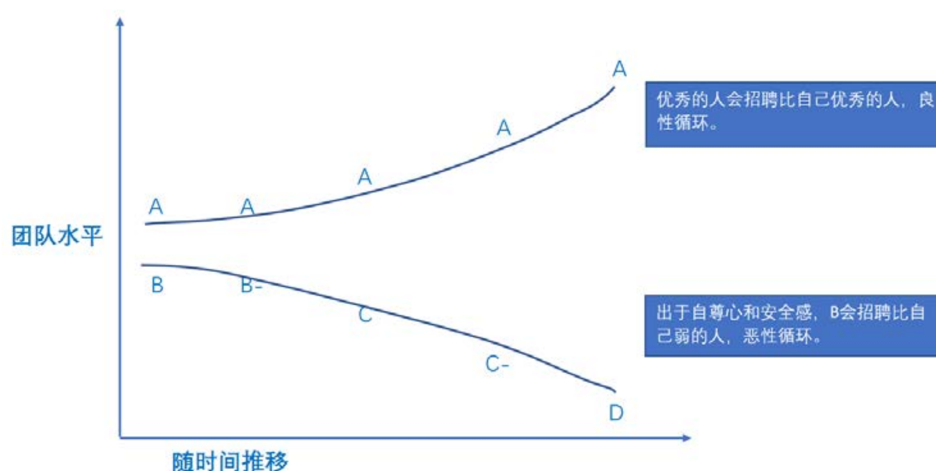
进入和夺取既有市场，比开辟不明确市场要容易。因为规模和需求上是已知的。

美国硅谷培育很多大型公司，因为土壤肥沃。背后重要原因之一，中产阶级崛起，带来产品和服务的巨大需求。

三、团队（Team）

好的迹象：伟大企业家特质包括富有激情、聪明、乐观、能承受风险、好奇心、诚信、对问题独到的看法，不随大流。综合这些特点造就人格魅力。优秀创业者的人格魅力，进一步促使他有能力招聘到优秀人才。如何鉴别有没有人格魅力？但遇到这种人时，可以明显感觉到，会舍不得让他走。

好的迹象：优秀创业者会招聘比自己优秀的人，良性循环。相反，二流员工会招三流人员，三流招是四流人员，恶性循环。这背后主要是自尊心和安全感在作怪，怕优秀的人取代自己。一流人才安全感极强，但他能意识到不足，并乐于找最优秀的人补自己的短板，提供帮助。二流人才必须有三流四流人才跟随左右。二流人才想告诉别人，“老板是我”



好的迹象：创始人和员工，最好感觉不到自己在工作。7 天 24 小时都在工作是最好的。

好的迹象：创始人能吸引到 2-3 位以前的同事入伙，比团队中没有一名旧同事要好。

前 12 个员工决定公司 DNA

好团队带来好的执行力

招聘才华横溢，善于解决问题，而不是非常有经验的人，容易突破思维局限。当然，对产品有丰富经验的人还是要有 1-2 个的。

连续创业者并不比初次创业者更容易打造伟大企业。是否初次或连续创业者不重要，关键是对问题有深刻的见解。

要了解公司和团队的真实现状，要多问问金字塔底部做事的人。

坏的迹象：创业者想打造伟大企业，还是仅仅想赚钱？后者的动机不足以促使创业者忍受各种痛苦，且会考虑让估值高的人来投资。

坏的迹象：有几个不胜任的高层，即便团队卓越，其表现也将会相当平庸。

坏的迹象：团队之间猜忌，不信任。优秀的重要员工或创始人离职

坏的迹象：企业家无诚信，不投资。投资人和企业家一般在条款谈判过程中可窥见迹象。他如何对待你，决定如何对待客户 + 员工 + 产品。

最后，衡量一个创业团队的标准可以看做是 CEO、高层团队、工程师和其他关键人物和所做事情的契合度。我看中的更多是团队的能动效率（Effectiveness）而非其经验多少，因为历史证明了，有无数成功的公司是由毫无经验的人做成的。

四、时机（Timing）

时机一定程度上，有个同义词叫运气。

创业成功，需要很多好的因素同时出现。特别是技能和运气。

坏的迹象：举例说，如果你去喂狗，发现狗根本不吃，旁边还躺着一群肥胖的狗，说明时机已经晚了。

坏的迹象：如果要非常费尽教育客户，说明时机太早了，还不成熟。

这四个方面是迹象投资法的核心。通过对创业者深入的交谈和了解，和其员工和客户经常在一起，是可以发现迹象并判断的。

所谓鸡有鸡路，鸭有鸭路。VC 投资的方法论很多，这也许是一种思路。很多时候自上而下的方法不一定有用，特别是 VC 投资往往不限定行业，不然路会很窄。而投资人很多时候根本不懂行业，所以看迹象的方法还是可操作的。

最后，发现 VC 投资人的优质朋友圈很重要。很多很牛的项目，都是投资人很早就认识了其他重量级的投资人，如 Paypal 黑帮的 Peter Thiel，很多好项目是他们在一起工作或交往的过程中找到的。

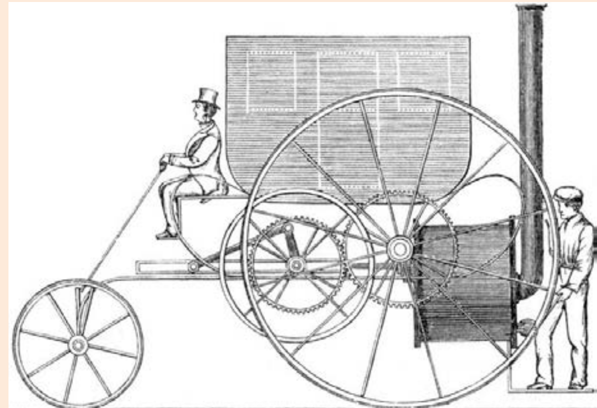
Focus on the downside and upside will take care of itself. 管理好风险，收益自然就有了

--- 耶鲁捐赠基金 David Swensen

1784 年，William Murdoch 发明蒸汽发动机三轮车，但瓦特公司认为它跑的太慢了，没前途。


61. - TRICICLO DE MURDOCK (1784).

1803 年 Richard Trevithick 造出一辆蒸汽汽车。他把这辆车开到伦敦街头，并打算吸引投资人，最后不幸失败了。



1830 年，水柜蒸汽机车拉着 36 位乘客，偶遇一匹马。马车起步快，最开始有优势，但机车不久就追赶上马车。随后，机车出故障，失去动力，马车因此反超。最后还是马车赢了。



创新来的缓慢，失败率高，但势不可挡。百年前，马车在很长时期内都比汽车或火车跑得快。很多创新的起初优势并不明显，这也是创新一开始不被理解的原因。

1900 年，纽约第五大道，只有一辆汽车



1913 年，纽约第五大道，只有一辆马车



VC 投资思考框架 2

一、Product/Market Fit（PMF）

唯一重要的事情是达到 Product/Market Fit（产品市场的匹配），意思是在一个足够好的市场中，有一个可以满足市场基本需求的产品。

当产品市场不匹配时，能感觉到用户并不能获得获得足够价值，没口碑传播，使用量没快速增长，媒体报道一些无关痛痒的话，销售流程非常长，很多协议最后没谈成。

而当产品市场匹配发生时，总能感觉到产品上线或制造有多快，用户量或购买量增长就有多快。你不断地招聘员工。不断有记者打电话过来，因为他们听说这是一个炙手可热的新东西。

因此，创业公司只有两种状态，一类是找到 PMF 的，另一类是没有找到的。

市场是最重要因素。在一个非常好的市场中（一个有着大量潜在客户群的市场），市场本身会引导公司做出产品。开始产品不需要多好，只要勉强够用便可。当你拥有一个好的市场时，团队也很容升级。相反，在一个糟糕的市场中，哪怕有最出色的产品和最好的团队，最后结果也一样是失败。为了你好到不可思议的产品，会花几年的时间去寻找那些并不存在的用户，而团队最后也会士气消退并逐渐退出，最后公司难逃一死。

公司失败因素的第一位是缺乏有效市场。当一个伟大的团队遇到糟糕的市场，市场获胜；当一个糟糕的团队遇到伟大的市场，市场获胜；当一个伟大的团队遇到伟大的市场，会发生一些神奇的事情。

二、Market Size and Growth 市场大小和成长性

市场大小和潜力决定企业估值天花板。介绍如何确定潜在市场规模 Total Addressable Market（TAM）。

（一）市场大小 – 自上而下法

错误逻辑：我们要做在线电商，做民族服装互联网品牌。你看中产阶级消费崛起，却没自己品牌。所以，这是很好机会，打算切入这个市场。根据网上数据，预计这是一个 2 万亿的服饰市场。所以机会非常大。

这种逻辑不对，是公司自己想象出来的，网上随便找了一个感觉贴切并且足够大的数字。投资人需计算 Total Addressable Market（TAM），也才是真正的潜在可达市场规模。

怎么从“2 万亿”演化到 TAM 呢？

1. 服饰市场包括各种服装和首饰等，而公司只有衬衣。经比对，服装市场占 2 万亿的 50%，而衬衣市场又占服装市场的 10%，所以实际市场只有 2 万亿的 5%，也就是 1000 亿。
2. 这 1000 亿中，80%通过线下渠道售卖，而因为公司做的是互联网品牌，线上售卖，所以市场空间只剩 20%，就 200 亿。
3. 公司定位中高端市场，这个市场只占整个线上售卖市场的 30%，最后剩下 60 亿。

所以，公司认为的 2 万亿市场，实际只剩 60 亿。（这还没算卖男卖女，卖老人卖小孩）

（二）市场大小 – 至下而上法

1）定位宏观市场的用户群——全国会穿衬衣的人（假设是 1 亿）
2）定位到针对性的用户群——会穿中高端衬衣，并且会在网上购买的人（假设是 1 亿的 5%，即 500 万）
3）计算每次购买的客单价——每一件衬衣的价格*每次购买的件数（假设是 300*2=600 元）
4）计算每年的采购频次——假设是 2 次

整个市场规模等于 1 亿*5%*600*2=60 亿。而，至上而下法计算出 TAM 是 60 亿。相互印证说明计算是相对靠谱的。如计算结果相差很大，那就要找原因，进行调整。

Fact Check Tips：多维度确认数字合理性。如前十大企业占市场份额 20%，而他们一共收入 1 亿，那整个市场就是 5 亿。之前计算出来 60 亿 TAM 就不合理。

（三）市场成长性 Market Growth

虽然现在市场规模 60 亿，但还要关注市场的成长性（Market Growth）。如上案例中，国内服装市场的增速，线上渠道售卖的迁移，和中高端品牌在整个市场的占比，这三点都是重要参考指标。开始很小，却在高速成长性的市场，最适合创业。如早期海淘，母婴市场等。

成长性的另一维度，如把产品做到更易用、更便宜，那么本来不使用的人会变为新使用者。例如，把高端时尚服装做的足够便宜（Zara），把插线板做的精美实用（小米插线板）。

另外，要考虑能否垄断市场，还是充分竞争的分散市场，决定能够获得多少的市场份额，即市场份额 Market Share。TAM 假设公司拥有 100%市场份额时的市场规模，衬衣市场显然很难垄断，甚至很难达到很大的市场份额。在充分竞争市场，能到 5%市场份额就很不错了，所以虽然是个 60 亿的市场，就算企业做到极致，能够拥有的市场份额也就 5%，折合 3 亿。而如果 Market Growth 每年是 30%（考虑消费升级、中产阶级崛起等因素），3 年以后，市场规模就是 6.6 亿。

最后，判断市场规模大小至关重要，小市场中有可能产生优秀的企业，但绝对不可能产生伟大的企业。而我们的方法论真的可靠，能预测未来？答案是否定。人们没吃过臭豆腐之前，不会有人觉得臭的豆腐会好吃。在预测市场规模大小方面，很多证据表明，不论是已经成功的企业或个人，预测的准确性都不高。所以，可靠的方法是，让初创企业快速低成本的去闻。

Tips：对市场不同的定义方法，会影响市场占有率的计算。初创企业通过定义更狭窄市场，来夸大市场占有率。而垄断企业，倾向定义更广阔的市场，来低估自身市场占有率，减少反垄断诉讼的麻烦。

辩证思考 1："唯 TAM 论"的做法是有问题的

表面看，用 TAM 作为关键投资指标是完全合理的做法。但如过去 25 年里，将 TAM 投资框架应用到投资中，可能会错过最成功的投资案例。特别是最成功的早期科技公司案例，大部分在 A 轮融资时 TAM 是相对比较小的。

以 Uber 为例。在 Uber 2011 年完成 A 轮融资的时候，产品定位是成为黑色轿车、高级轿车这种高档汽车打车服务的替代品，而不是出租车的替代品。当时，全美汽车服务市场的年营收是 20 亿美元，假设 Uber 占 20%市场份额，那 TAM 则为 4 亿美元（20*20%）。

后来，Uber 推出价格更低的打车服务 Uber X，成为出租车的替代品，这也让它进军全球市场的雄心更明显。不过即便是在 2014 年，如果全球出租车和汽车服务市场规模按 1000 亿美元计算，假设 Uber 能占其中 20%的市场份额，那么 Uber 的 TAM 为 200 亿美元，这依然有些低估 Uber 的真正价值和发展空间。

亚马逊是最为经典的案例，从最初定位"全球最大的书店"，到目前"最大的网络零售商"，再转变为"全球最以顾客为中心的企业"。各阶段对应 TAM 完全不是一个量级。



在创业公司发展早期，如果 TAM 是可以定向误导投资人的，那么公司创始人和投资人应该如何考虑市场规模的重要性呢？当然，市场机会的最终规模是最为重要的。在评估市场机会大

小的时候，除考虑 TAM 因素外，还要考虑以下几个要素：

（1）TAM 扩张性：最优秀的公司总会从根本上改变他们所在的市场。他们采用的方法有很多：消除摩擦、提高便捷性、支持新的使用场景、降低价格等等。通过这些方式，他们可以大幅扩大市场规模。Airbnb 是怎么扩大短租市场的市场规模的呢？它通过消除出租自己的房子或租住别人的房子中所存在的信任障碍，从而大大增加了短租市场的 TAM。

（2）可靠的临近效应：在很多情况下，一家创业公司提供的最初产或服务只是未来进入一个更大市场的铺垫。例如，Amazon 最开始只销售图书，因为图书品类的 SKU 数量远超其他品类，而且图书的用户群非常广泛。现在回过头去看，图书只是 Amazon 为后续能在线上销售一切商品所做的一个铺垫。这里的重点是要了解哪些临近是真实的哪些是虚构的。

（3）新兴市场潜力：成功的创业公司通常都是赶上了一个新兴市场的浪潮，这个新市场刚开始虽然非常小，在未来将会变得很大，当然这个市场的大小和这家创业公司本身没什么关系。WhatsApp 是抓住了智能手机革命的浪潮，Coinbase 则是赶上了密码货币兴起的浪潮，诸如此类。在科技行业，那些能成为第一个在一个新兴品类里发展扩张起来的公司往往拥有巨大的发展优势。投资那些在一个新兴类别市场中的第一个早期玩家将是一个很好的赌注。

（4）使用频率：作为消费技术市场的一个通用规则，用户使用一款产品或服务的频率是与这个市场的规模密切相关的。如果一个产品能让很多人经常使用，它通常有机会成长为一家大公司。中国的共享单车企业 Ofo 和摩拜就属于这类公司。共享单车的 TAM 目前依然是相对比较小的，收费也比较低，但投资人看中的是用户使用的高频率，用户每天使用 2-3 次共享单车作为自己的通勤工具。

不管怎么说，公司创始人和投资人都应该持续思考他们所服务的市场的规模，这有助于帮助他们制定优先发展方向、了解客户细分、获得隐藏的洞见。但又不能完全相信市场规模，如果你看到了一个机会，不要让市场规模这个东西阻碍你打造一家伟大的公司。

三、可持续增长的动力和路径

可持续增长的特征体现在一条简明的规则：新客户是由老客户的行动带来的。

（一）老客户推动可持续增长的四个主要动力

1、口碑相传

客户对产品非常满意，会介绍好友使用。例如早期微信、滴滴、摩拜等。笔者在微信早期，至少把微信推荐给十个以上的朋友。一些伟大的产品，单个客户往往会推荐给至少 4-5 人以上。

2、产品使用带来的衍生（认知）效应

客户使用产品时，会引发周围人对该产品的认知，甚至跟风使用。比如客户用微信支付时，周围的人也会主动接触到该产品。

3、有收入来源的广告

新产品通过广告吸引新客户使用。但为了有可持续性，广告费必须由收入支付，而不是很久都用一次性的风险投资作为来源。获取客户的边际成本比他带来的收入低，超出利润就可用来获取更多客户。

4、重复购买和使用

产品通过自愿的定期付费计划或多次购买，实现重复购买的模式。当然，也有些产品和服务，是有意设计成只能使用一次的，例如婚礼服务。

四者之间是相辅相成的拼图关系，为可持续增长提供主要动力。Google 和 Facebook 很幸运，完全通过口碑传播，获取客户成本为零。而滴滴和摩拜等开始就通过资本烧钱来快速堆积。

（二）三个主要增长引擎（模式）

三种可持续增长引擎，指出实现增长的路径。

1、黏着式增长引擎

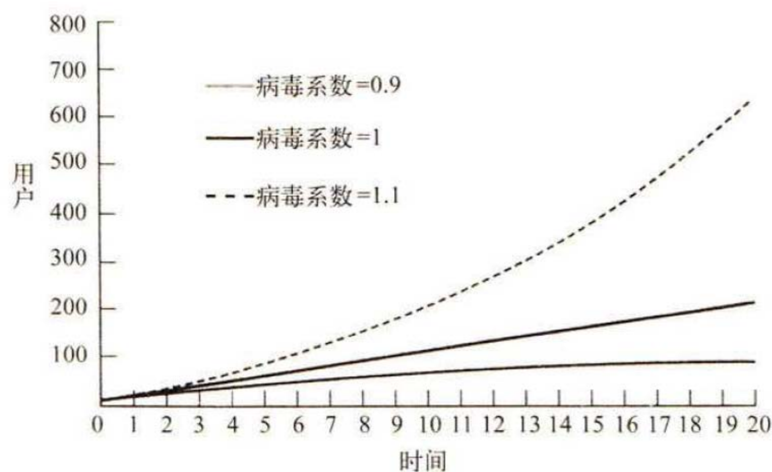
要求有高的客户保留率，客户开始使用产品，并会接着用下去。替换成本要高。如客户取消服务，意味对服务非常不满。例如，企业使用的财务或 OA 软件。

因此，使用黏着式增长引擎的公司，必须仔细追踪客户流失率。控制黏着式增长的规则很简单，如果取得新客户的比率超过流失率，产品就会增长。如客户保留率 61%，而新客户增长率 39%，两项抵消仅为 0.02%，就要小心了。

2、病毒式增长引擎

和口碑传播有所区别，病毒式增长引擎特点是产品依靠人与人之间的传递，他们不需要为产品说好话。只要客户使用产品，就自然会有增长。例如早期的 Hotmail。

传播速度取决于病毒系数。系数越高，传播越快。如传播系数为 0.1，那 10 个客户中有 1 位介绍 1 个朋友，这就不是一个可持续的循环。在该模式下，公司必须努力提高病毒系数。开始一些微小的变化，对后面成败关系很大。所以，这类模式一开始基本都是免费的，很难收费。



3、付费式增长引擎

如能从一个客户赚 1 元，获取客户成本 0.8 元，收入比率为 20%，并可再投入新客户开发。这是付费式增长引擎的工作方式。同时，要么提高每个客户的收入，或降低获取新客户的成本。

总结，技术上说，某项业务一次可运行几种增长引擎。比如，极快的病毒式增长 + 客户流失率低。但经验是，成功的初创企业只会专注其中一种增长引擎。试图建立包含三种引擎的增长方式，往往会造成混乱。

四、分析企业的基本指标和方法（互联网相关企业）

（一）最基本指标 CAC、LTV、PBP

➢ **CAC （Customer Acquisition Cost）用户获取成本**

花费 1000 元在两个广告渠道（各 500 元），渠道一带来 0 个客户，渠道二带来 5 个客户。公式 = 总渠道费用/总获取客户=1000 元/5 个=200 元，这是预算的基础。

要注意，用户增长 100 人，共花费 1000 元渠道费用，用户获取成本也许不是 10 元（被低估了）， 100 人里也许有自然增长的成分，并不都是通过 1000 元渠道费得来的。要把自然和渠道增长分开，否则会误导。

CAC 应该是总市场花费（包括销售、市场人员的工资等）/ 带来的新用户数。CAC 是平均值，如使用不同渠道，每个渠道会有自己的 CAC，就有比对优化的空间。所以，CAC 有很多维度，需把各种渠道和情况都分析透。

➢ **LTV （Life Time Value）用户的终身价值**

首先，LTV 应该用毛利来计算，而非收入。要衡量花出去的钱能否赚回来，所以要用真正赚到手的钱来计算。

其次，计算 LTV 要考虑用户流失率。如一月获得 100 家客户，在二月仅剩 90 家，则月流失率（Churn Rate）为 10%，相对应的留存率为 90%。留存率见 Cohort Analysis 分析。

最后，要考虑用户购买频次或客单价变化，这就复杂了。（可以合理参考历史数据，得出一个 Historical LTV。）

所以 LTV 的相对准确的计算公式是:（某个客户每个月的购买频次*每次的客单价*毛利率）/（月流失率）。

LTV>CAC 时模式是有可能性的，LTV<CAC 时模式是无意义的，而 LTV/CAC=3 时公司最能健康发展（小于 3 说明转化效率低，大于 3 说明在市场拓展上还太保守）。

➢ **PBP （Payback Period）回收期**

PBP 指花出去的用户获取成本多长时间可回本。如忽略 PBP，哪怕 LTV>CAC 也可能会出问题。PBP 一年内为佳，因为 LTV 的计算是可以长达 5-10 年的，但现金流和融资压力却逐年累

积。PBP 越短，越有利于公司的现金流和再投入，减轻融资压力等。

在市场好的时候，投资人更关 LTV，市场不好时，则希望 PBP 越短越好。

（二）Net Promoter Score（净推荐值）

我认为这才是最重要的客户口碑和增长指标。Net Promoter Score (净推荐值)，NPS 是现有用户向其他人推荐你的产品和服务的可能性指数。

净推荐值的公式： (推荐者数/总样本数)×100%-(贬损者数/总样本数)×100%



推荐者（得分 9—10 之间）：是具有狂热忠诚度的人，他们会继续购买并引见给其他人。
被动者（得分 7—8 之间）：总体满意但并不狂热，将会考虑其他竞争对手的产品。
贬损者（得分 0—6 之间）：使用并不满意或者对你的公司没有忠诚度。

NPS 逻辑是推荐者会继续购买并且推荐给其他人来加速你的成长，而批评者则能破坏名声，并让负面的口碑中阻止成长。

NPS 得分值 50%以上是不错的。如 NPS 得分值 70—80%之间则证明公司拥有一批高忠诚度的好客户。调查显示大部分公司 NPS 值在 5—10%之间徘徊。2009 年净推荐值基准报告，苹果公司的 NPS 目前最高，为 77%。

NPS 之所以靠谱，是因为推荐者向其朋友推荐产品时，等于用自己的信誉背书。

然而，对做投资而言，投资人很难获得真实的 NPS 数据。（暂无解，以后再补充）。

（三）Cohort Analysis（同期群分析）

平均数据容易误导。所以，把数据进行分组后来分析。Cohort Analysis（同期群分析），就是按照不同时期进入的用户，分别考察其后续的行为情况。

第一步：第一列为月份，第二列每月新增用户数，右侧表格为当月新增用户数在后续每个月的留存情况

月份	新增用户	每月留存用户数												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		78	75	72	70	69	67	66	66	65	64	63	63
2月	88			88	86	82	78	77	76	73	72	70	70	68
3月	105				103	103	98	94	92	90	86	82	81	80
4月	110					107	106	102	99	97	92	90	88	87
5月	115						114	112	105	98	97	96	96	92
6月	128							128	122	119	115	110	109	105
7月	137								136	129	122	118	116	114
8月	151									149	145	135	133	130
9月	161										158	154	151	150
10月	168											161	158	151
11月	170												166	165
12月	177													176
当月总下单用户数		-	78	163	261	362	465	580	696	821	952	1,080	1,231	1,381

第二步：横向比较，看每月新增用户在后续各月的留存率情况。纵向比较，看出不同月份新增用户，分别在当月、下个月等的留存表现。

好的迹象（1）横向留存数据最终停留在一个固定的留存率上，比如稳定在 80%，说明这批用户是稳定留存下来的，不然如果留存率是一直下降的（哪怕下降的速度很慢），也会最终归零。（2）纵向留存数据应该是越来越好的。因为初创公司持续改进产品，后续的留存率就应该更高。

月份	新增用户	每月留存率												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		97.50%	93.75%	90.00%	87.50%	86.25%	83.75%	82.50%	82.50%	81.25%	80.00%	78.75%	78.75%
2月	88		100.00%	97.73%	93.18%	88.64%	87.50%	86.36%	82.95%	81.82%	79.55%	79.55%	77.27%	
3月	105		98.10%	98.10%	93.33%	89.52%	87.62%	85.71%	81.90%	78.10%	77.14%	76.19%		
4月	110		97.27%	96.36%	92.73%	90.00%	88.18%	83.64%	81.82%	80.00%	79.09%			
5月	115		99.13%	97.39%	91.30%	85.22%	84.35%	83.48%	83.48%	80.00%				
6月	128		100.00%	95.31%	92.97%	89.84%	85.94%	85.16%	82.03%					
7月	137		99.27%	94.16%	89.05%	86.13%	84.67%	83.21%						
8月	151		98.68%	96.03%	89.40%	88.08%	86.09%							
9月	161		98.14%	95.65%	93.79%	93.17%								
10月	168		95.83%	94.05%	89.88%									
11月	170		97.65%	97.06%										
12月	177		99.44%											
		-	**98.42%**	**95.96%**	**91.56%**	**88.68%**	**86.33%**	**84.47%**	**82.45%**	**80.48%**	**79.26%**	**78.58%**	**78.01%**	**78.75%**

第三步：计算每月流失率。备注：这个数据是根据前一个月的数据分别计算的流失率

月份	新增用户	每月流失率												
		0月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1月	80		2.50%	3.85%	4.00%	2.78%	1.43%	2.90%	1.49%	0.00%	1.52%	1.54%	1.56%	0.00%
2月	88		0.00%	2.27%	4.65%	4.88%	1.28%	1.30%	3.95%	1.37%	2.78%	0.00%	2.86%	
3月	105		1.90%	0.00%	4.85%	4.08%	2.13%	2.17%	4.44%	4.65%	1.22%	1.23%		
4月	110		2.73%	0.93%	3.77%	2.94%	2.02%	5.15%	2.17%	2.22%	1.14%			
5月	115		0.87%	1.75%	6.25%	6.67%	1.02%	1.03%	0.00%	4.17%				
6月	128		0.00%	4.69%	2.46%	3.36%	4.35%	0.91%	3.67%					
7月	137		0.73%	5.15%	5.43%	3.28%	1.69%	1.72%						
8月	151		1.32%	2.68%	6.90%	1.48%	2.26%							
9月	161		1.86%	2.53%	1.95%	0.66%								
10月	168		4.17%	1.86%	4.43%									
11月	170		2.35%	0.60%										
12月	177		0.56%											
		-	**1.58%**	**2.39%**	**4.47%**	**3.35%**	**2.02%**	**2.17%**	**2.62%**	**2.48%**	**1.66%**	**0.92%**	**2.21%**	**0.00%**

Tips: 作为创业公司，除了要分析为什么客户流失，更要深入研究剩下的用户为什么会留下来。从而更好的做好 Product/Market Fit。

第四步：进阶版 Cohort Analysis

Cohort Analysis 还有非常多其他的用法。1）当月的收入可以拆为：总下单用户数*每个用户的下单次数*单次的客单价。那么在图一的右栏，也可同样对平均下单次数、平均客单价进行分析；2）按照行为分类，比如表格第一列可以是当月 app 浏览时间超过 10 小时的用户，也可以是参与某种优惠活动的客户等等，而右侧表格可以监测该用户群体的各种行为情况，比如参与了优惠活动的客户在后续几个月的留存是否会更高？下单金额是否会更高？等等。总之，左侧区分用户群体，右侧监测某种动作。

根据 Cohort 分析，我们可以更好的知道运营情况，并解答如下问题。

1、是否在合理增长？

2、留存率是否合理？

3、是否有某个月的数据反常？比如可能某个月的新增渠道改变，造成新增用户的质量有差异，所以后续每月的流失率都下降更快

4、是否某个月因为做了什么动作而造成历史用户的流失率大幅上升？

如果只看当月的总用户情况，那么上述这些问题都会被掩盖，尤其是新增用户数量大的时候，表面看起来公司用户是在增长，但很可能全都是靠新增用户拉动的。

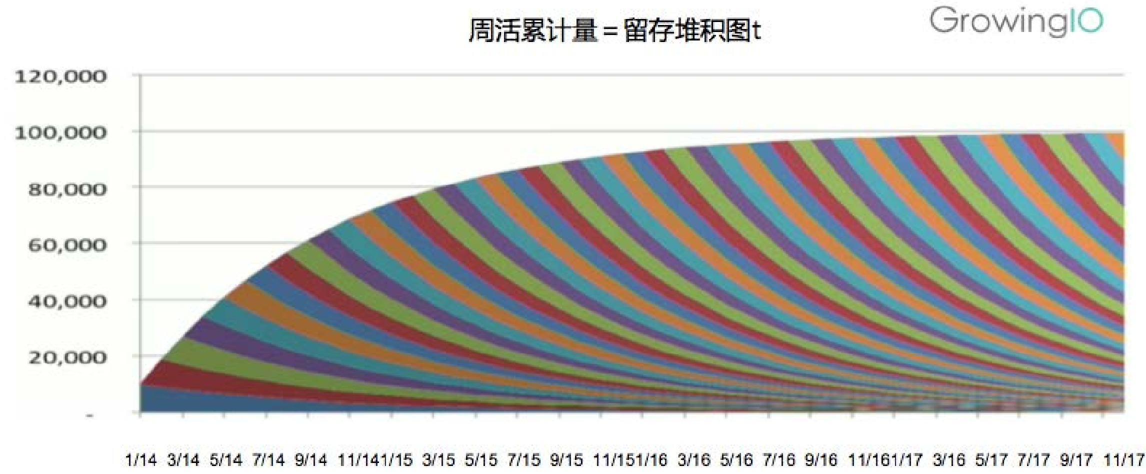
深刻认识增长和留存的关系

第一张图，看似增长的活跃人数：横轴代表时间，纵轴代表周活跃量的总人数， 最外面的曲线代表总人数的不断增长，尤其是在初期。再看图形里面的每一个颜色，随着时间的变化而不断变细。这些不同颜色代表每周进来的用户，他们随着时间的变化慢慢流逝，最后只有一小部分群体留存下来;而最外面的曲线代表的就是留存的总人数。这其实是一个留存的堆积图，把每一天的留存都堆积起来形成了周活跃用户；同时这里面有进有出，总的就是周的活跃量。

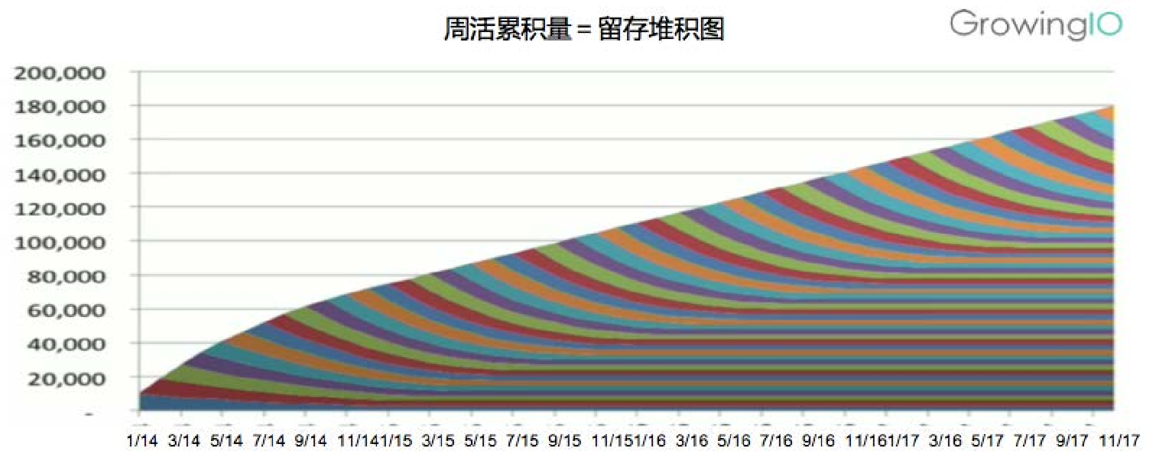
第二张图，真正增长的活跃人数：随着时间的变化，可以看到不同层级的颜色，经过一段时间变成平稳的一条线，这说明我们的客户有一部分留存下来。这时，我们不仅有拉新拉来的新用户，也有之前留存下来的老用户，这些用户数加起来才是真正的用户增长。

分析上面的两条曲线，我们能发现表面上用户都在增长。但是，第一张图的用户留存是在不断减少的，而第二张用户留存在后期趋于稳定，所以总用户数在不断增长。要想实现持续的真正的增长，就要设法让用户留下来。

看似增长的活跃人数



真正增长的活跃人数



商业模式分析框架 1

不管是传统还是互联网行业，看似复杂，核心问题都是：

1、 产品怎么做的更好

2、 通过什么渠道

3、 如何卖给目标客户

4、 解决了客户什么问题

5、 产业链上下游利益分配和更换成本

商业模式分析框架 2

作者 Alexander Osterwalder 的商业模式画布（Business Model Canvas），是用于分析商业模式最简明的方式之一。

商业模式画布由九个格子组成，他们是密不可分、相互影响的。很多成功企业，都是在九宫格上一格或多个格子进行创新，做得比别人更好，进而胜出。

<table>
<tr><td rowspan="2">重要
合作</td><td>关键
业务</td><td rowspan="2">价值
主张</td><td>客户
关系</td><td rowspan="2">客户
细分</td></tr>
<tr><td>核心
资源</td><td>渠道
通路</td></tr>
<tr><td colspan="2">成本
结构</td><td colspan="3">收入
来源</td></tr>
</table>

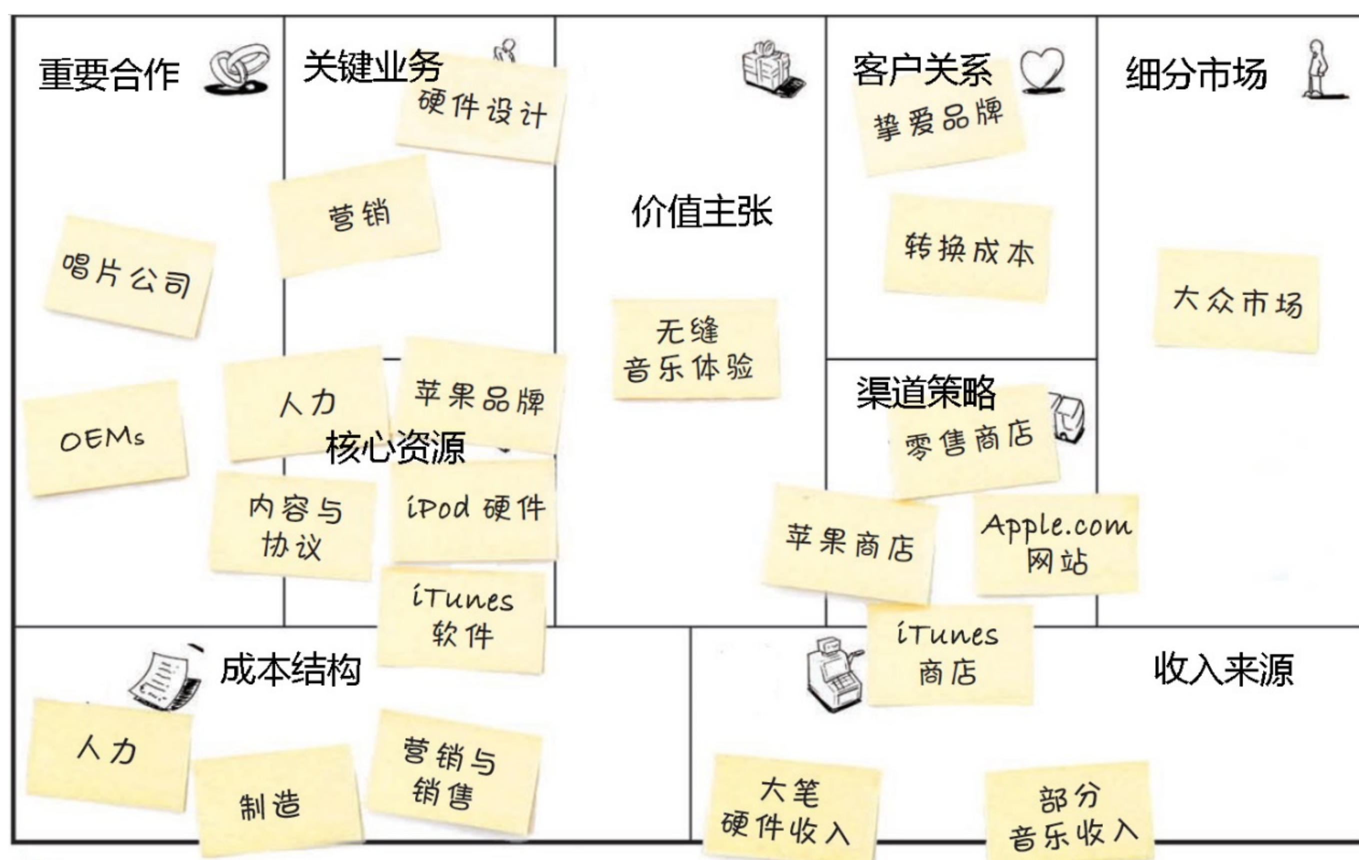
九个格子分别的含义。

- 价值主张：你准备为客户带来什么好处。

- 客户细分：到底你的东西要卖给谁，他是怎样的。
- 渠道通路：你如何找到目标客户，又如何交付产品或服务给他们。
- 客户关系：你准备和客户建立什么样的关系，比如，是一次性的买卖，抑或是永远的朋友。
- 关键业务：你要做些什么事情（生产、销售、交付等）才可以顺利完成跟客户的交易，达到你要求的效果。
- 核心资源：你需要哪些关键资源去做成这个生意，这些资源包含人、物、钱、设备等。
- 重要合作：哪些搭档可让你的生意成功。
- 收入来源：除了向客户要钱，你有哪些渠道或方法来赚钱。
- 成本结构：你是否知道这笔账是怎样算的，成本之间的关系是怎样的。

创业的本质，就是要在资金耗尽前验证商业模式。

Apple 案例展示。



感悟：企业家精神 vs 严谨的逻辑

很多投资人和创业者会用很多模型、逻辑、图表来预测未来，好像未来可以一早就被计划好的。但这中间缺了一个很重要的因素，就是企业家精神。因为，很多生意都是在不确定性中摸索出来的。要进行这种摸索，需要企业家精神。

企业家精神就是不折不挠的精神，在不确定的情况下做出决策，在人人都不看好的情况下，满怀希望往前冲的精神。

当然，企业家精神很难具体描述和衡量。笔者认为，最基本是企业家本人要相信自己兜售东西的价值。企业家在为自己解决问题和需求，创业项目要具备“personally connected”的属性。先不管项目好坏，至少在碰到困难时，才能切断后路，坚持下去。回顾当前最牛的一些项目，例如腾讯，投资人问马化腾 QQ 如何盈利，回答是“我也不知道，但就觉得这东西有用”。还有阿里巴巴早期融资被无数家 VC 机构拒绝，马斯克的 SpaceX 第三火箭发射失败，资金链即将断裂，如果纯属只是想赚点钱，恐怕是无法坚持下来的。

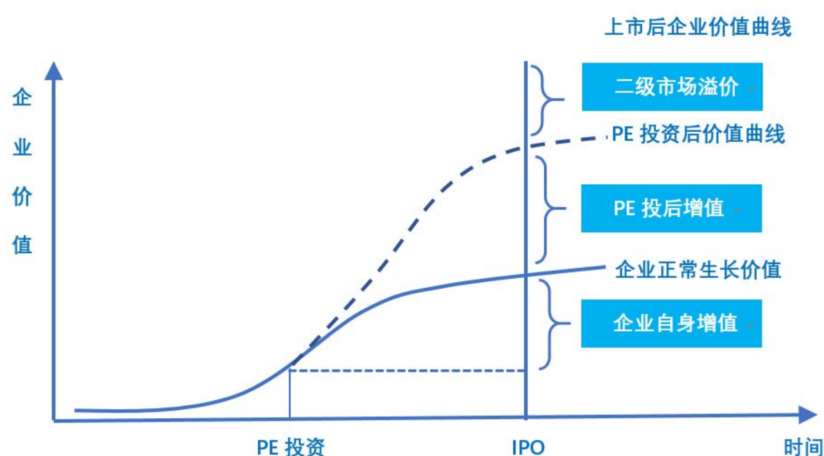
其实这个世界上，最不缺就是具有严谨逻辑，系统化思维的人才。这种人才甚至是过剩的。如果聚集这种人才，就能创办伟大的企业，投出伟大的项目，那直接来个顶配，叫上美国常青藤，清华北大，问题似乎就迎刃而解了。而事实并不是这样的。想想那些曾拒绝腾讯、阿里巴巴的 VC 们，他们都是精英，最擅长的就是逻辑。而孙正义找到马云时表示：The business model is wrong, but, Jack has a strong leadership, his eye is shining。严谨的逻辑肯定有用，但有时又不是那么有用。

第三章　私募股权的投资策略和借鉴

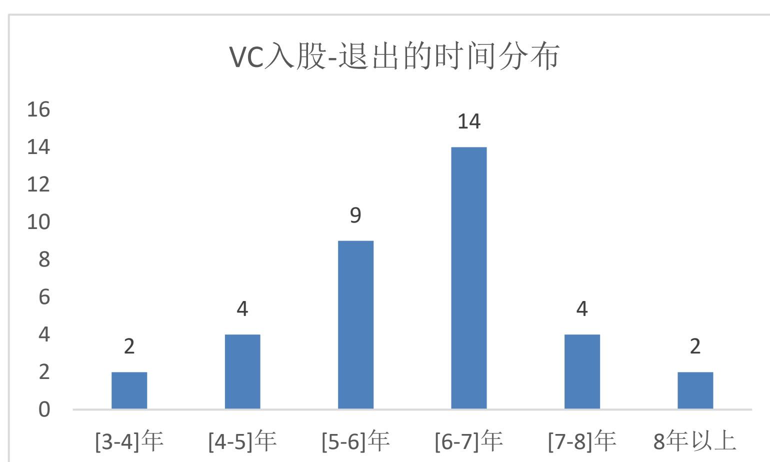
除了投资经理个人和团队的水平外，私募股权的投资策略和优势，决定了私募机构能走多远。

一、获利来源、退出比例、退出时间、马太效应

首先，先科普 PE 投资获利的三段来源。第一段是企业自身的增值，第二段投后助力和协同产生的增值，第三段是 IPO 后二级市场的溢价。



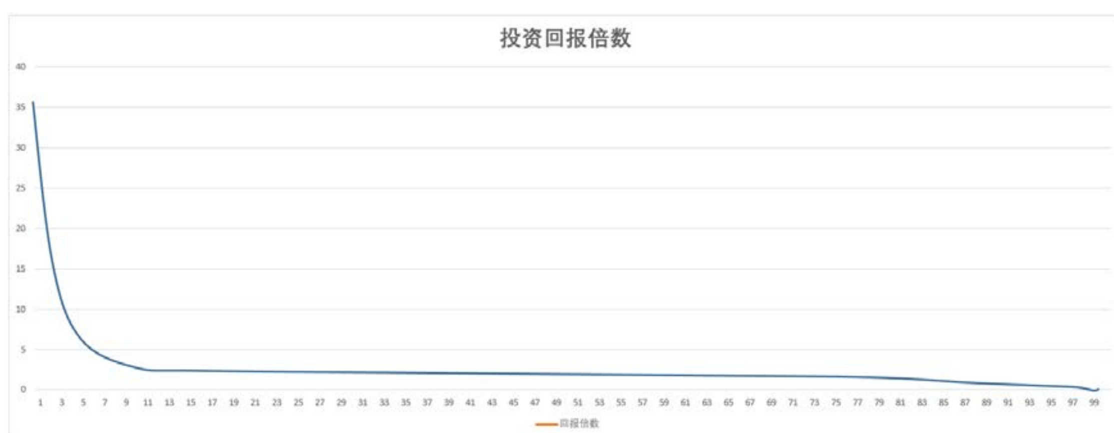
分析国内几家著名机构近 10 年的业绩，就算成功 VC->IPO 的项目，平均也要 6-7 年才能退出。



观察投资退出数据，行业前几名其实并不高。虽然投中的项目都给整个基金赚了很多钱。

指标	创新工场（2016.10）	真格基金（2016.10）	经纬中国（2016.10）	红杉中国（2016.11）	同创伟业（2015.07）
投资数量	273 个	375 个	291 个	494 个	194 个
投资金额	约 40 亿元	22 亿元	86 亿元	514.3 亿元	50 亿元
IPO 项目的数量	1 个	4 个	8	48	14
IPO 项目比例	0.3%	1.1%	2.7%	9.7%	7.2%
并购项目比例	3.7%	2.4%	2.4%	4.9%	3.6%
合计退出数量	11	13 个	16 个	82 个	22 个
合计退出比例	4.0%	3.5%	5.5%	16.6%	11.3%

图为 100 家 VC 机构投资回报倍数的分布图，符合马太效应或恒者恒强。我们需要想办法进入前 10%，不然日子会过的紧巴巴。



二、著名私募机构的案例和借鉴

通过选取和分析国内外几家著名私募机构，我认为

1、 私募股权投资已从 PE1.0 时代（考验眼光，确保收入和盈利的增加），和 PE2.0 时代（考验关系，确保市盈率的提升），进化到 PE3.0 时代（考验 PE 的能力，通过增值服务）。私募机构必须做的非常专业，能提供增值服务，才有人肯帮。确保自己投和别人投有区别，而不是去搭顺风车。例如，能提供产业协同、夹层基金、帮助规范管理、找人才、设计股权激励等等）

2、 从私募基金完整的投资期来度量，最牛的基金也才 IRR 20%稍多，IRR 10%以上也很少。

剩余大多数 PE 机构表现都很一般。如果某基金特别高，可能是阶段性的，或指某个项目。

3、 顶级的私募基金，都有其独特的投资策略和优势；且这种策略和优势有其历史渊源，我们不应该也没办法去简单复制。但我们可以学习别人好的地方，并根据自身现有的资源（例如，募资优势、行业知识储备、商务资源、人脉等），建立机构自己独有的，差异化的投资策略和优势。

4、 有些成功需要背后的积累。多了解成功背后的原因，追求必然，而不是偶然。

（一）盈科资本（Pre-IPO 模式）

公司简介 ■ 投资领域：专注 Pre-IPO 投资，聚焦治理规范、符合上市要求的细分行业龙头。 **机构业绩** ■ 投资六年来累计投资项目 60 余个，其中火炬电子和南威软件等 11 家企业已在境内外成功上市或并购退出，近 10 家企业在会排队。 ■ IPO 项目： 火炬电子 TORCH ELECTRON　三棵树 Linewell 南威 电子政务整体解决方案提供商	**机构特色** ■ 通过高度集成的工厂化作业模式来保证投资的规模和质量。投资流程细化为项目立项、尽职调查、内核风控、投资决策等多个阶段，每个团队只负责其中的一个环节，保证了各个团队的专业性、独立性与项目运转的高效性。 ■ 盈科资本以券商内核制度标准创新性地建立了项目内核委员会。根据 IPO 标准对项目进行审核。由资深保荐人担任主席的内核委员会在尽调团队深入调研的基础上进行内核，保障了项目投资质量和 IPO 成功率。 ■ 退出策略上，与多家上市公司成立并购基金寻求多元化退出模式。 ■ 资金 90%以上来自大型金融机构，成本低 + 来源稳定
要点总结： ■ 优秀的投资机构普遍具有 1-2 个突出亮点，如盈科资本以券商内核制度标准的风控	

（二）九鼎（全产业链模式）

<table>
<tr>
<td>公司简介
■ 在私募股权投资领域深耕近 10 年，从单一的商业模式向全产业链模式、系统性平台转变，不再是专注于某一特定时间段的投资，而是构建资本的全产业链和要素的大系统平台，形成天使、创投、pre-IPO、并购、债权、固定收益、夹层、海外投资等多种私募投资管理模式相辅相成的业务格局。
机构业绩
■ 高峰时期在 2011 年投资近 100 家企业，成为 PE 工厂。</td>
<td>模式优点
■ 创新性的开创了标准化、体系化、可复制的 PE 投资募、投、管、退流程和高质量的执行标准

行业内独创的系统化、流程化、标准化模式
<table>
<tr><td>募集资金</td><td>国内最大资金募集团队，总数超 100 人。
总部对接大型机构客户，8 大地方团队广泛覆盖高净值个人、金融机构、产业集团、政府和第三方财富公司。</td></tr>
<tr><td>投资风控</td><td>项目开发团队超 100 人覆盖全国，研究团队超 100 人按 20 多个细分行业分组，自建超过 40 人的风控团队。
客观详实的流程、行业聚集、专业分工、自主调研、外部验证、标准流程、详细指引、多轮评审。</td></tr>
<tr><td>投后管理</td><td>投后经理约 30 人，拥有券商、审计、产业等丰富经验，对接九鼎集团资源体系。
负责 IPO 进度协助、对接上市公司并购退出、龙头并购计划、回购条款履行、司法程序执行。</td></tr>
<tr><td>项目退出</td><td>地方项目开发经理、总部投资经理和专职投后经理组成项目跟进，协助每一个项目的退出。
退出途径包括 IPO、新三板、上市公司并购、回购协议执行。</td></tr>
</table>
■ 小巨人模式对外开放自身平台资源，激励作用明显。九鼎推出“小巨人计划”即是在 GP 层面分出 30%的股权给外部团队。由九鼎投资和优秀专业人士及其团队共同出资设立投资管理机构，开展某一项或几项具体细分领域的投资管理业务，拓宽传统成熟型企业参股投资之外的业务领域。通过公司的资源支持，帮助小巨人成长并拓展新的业务领域，实现公司和优秀团队的共赢发展。具体合作方式上，采取与相关人选及其团队核心骨干设立冠以“九鼎”字样的合资公司的方式予以实施，九鼎或其子公司在合资公司中持股比例为 70%左右。</td>
</tr>
<tr><td colspan="2">要点总结：
■ 投资的系统化、流程化、标准化能最大限度发挥了机制的作用</td></tr>
</table>

（三） Tiger

公司简介	机构特色
■ 投资领域：PE+二级市场，各有两个合伙人负责 ■ 资管规模：约 200 亿美元，其中 PE 100 亿美元（平均单只 10 亿美元，投资前 1-2 年） ■ PE 组织构架：共 5 人，1 个 Partner 负责	■ 高效 10 人小团队，人均管理资产高达 20 亿美元 ■ 预期回报 5 年 3 倍 ■ 流程和决策机制相对灵活，Partner 话语权很高 ■ 关注趋势，但并不在早期赌赛道，而是在赛手比较清晰时先于其他投资人发现并下注

美国+印度（下属 2 人），1 个 Partner 负责中国（下属 1 人） ■ PE 行业分布：TMT 90%，其他 10%（新东方+学而思）	■ 提前建立对行业的深度认知，与 CEO 见面时可进行战略/业务探讨，形成对目标项目的吸引力 ■ 对价格和条款不敏感（可以不要董事会席位、不要 LP、不要 Redemption、甚至不要 Preferred Shares）
基金业绩 ■ 10 只 PE 基金整体 IRR 39% ■ 京东网：投资 2.25 亿美元（B 轮 2500 万美元+C 轮 2 亿美元），回报率超 30 倍 ■ 美图：投资 1-2 亿美元，回报 5 倍 ■ Flipkart：A 轮起每轮都投，合计 8 亿美元，回报率 7 倍 JD.COM 京东　Flipkart　快　秀 Яндекс Yandex	
要点总结： ■ 行业深度认知，一旦看准，非常坚决（all in） ■ 薪酬充分激励，2%管理费基本分光。（Tips：最好是投资人员自发性的时刻都在琢磨工作，前提是有上升的空间+钱给到位）	

（四） DST

公司简介	**机构特色**
■ 资管规模：75 亿美元（2009 年成立，已投完 4 只基金 50 亿美元，当前在投第 5 只基金 25 亿美元） ■ 组织构架：5 个合伙人+下属 4 人，（中国团队 1 个合伙人+下属 2 个） ■ 行业分布：TMT ■ 地域分布：美国 50%，中国 40%，印度 10% ■ 投资项目选择：估值 5 亿美元以上，每只基金投 7~8 个项目；从 PE 投资角度出发，以数据为基础做投资判断	■ 高效小团队，人均管理资产高达 8 亿美元 ■ 预期回报 5 年 3 倍 ■ 把时间花在成功的交易上，开始可以少量参与，看准后不断加磅 Facebook：第 1 轮投资 2 亿美元（估值 100 亿美元），共投资 4 轮以上 10 亿美元 小米：共投资 7 轮；京东：共投资 3 轮；滴滴：共投资 3 轮；阿里：共投资 2 轮 ■ 系统性使用 Syndicate 策略，在优质项目上大额配置：只找几个重点 LP 合作，在主基金募集阶段即把未来 Syndicate 的关键条款（管理费及收益分成、时间、权责等）全部谈好，出现投资机会时仅给几天让 LP 做项目判断
基金业绩 ■ 已投完 4 只基金合计 IRR 100%，回报 30 倍以上，超过 10 亿美元回报的项目数市场第一 ■ Facebook:投资 10 亿美元，回报 10 倍 JD.COM 京东　Alibaba Group 阿里巴巴集团　mi 小米 mi.com	

要点总结：

- 和 LP 出资人和银行要搞好关系，大项目急需几十亿筹措不容易，窗口期很短，甚至来不及尽调，关键时候能果断支持。
- Tips: Double-Down 是一种策略，你赢了一块钱，再押两块钱。对于好的公司，你第二轮的时候一定要 double down。两倍的。又过了大概 18 个月，也许时间短一点。他们这个公司又分化了。你一定是把最多的钱，给了最好的两家。所以你这个回报是最高的。

（五） VISTA Equity Partners

公司简介 ■ 资管规模：140 亿美元 ■ 投资领域：以软件为中心的企业，包括软件产品、SaaS 服务、以及技术驱动的商业和信息提供商	**投资哲学** ■ 公司发展并不断完善一套严格的、可扩张的流程来发现和评估潜在投资机会、设计交易架构、为企业提供附加价值、并最终实现高额投资回报 ■ 与管理层利益绑定，通过自创的 Vista Specific Operational Improvements (SOPs) 协助公司提高运营管理，创造长期价值 ■ 向被投企业提供各种附加价值，包括：战略分析和定位，提高运营效率，预算管理，评估和操作并购投资，行业研究和竞争分析，发展战略合作对象，寻找管理人才
基金业绩 自创立以来，基金实现了连续 15 年、每年平均 31%的投资回报率，在所投的超过 110 个投资和收购项目（包括超过 60 家控股交易）上，从未亏过钱	
项目评选标准 ■ 投资金额：2,000 万-7 亿美元 ■ 拥有重复增加的收入 ■ 有粘性的解决方案 ■ 有经验的管理团队 ■ 较高的核心竞争力 ■ 有利的市场环境 ■ 强有力的价值定位 ■ 拥有潜在高盈利（利润率）的能力	**成功要素分析** ■ 行业专注：深耕软件服务领域，对行业深刻理解，并发现和投资兴奋领域有潜力成为龙头的公司 ■ 长期价值：从尽调期间就开始考虑如何为被投企业提供价值，与股东利益捆绑，共同成长，创造长期价值
要点总结： 专注企业软件 + 行业深刻理解 + 控股型投资 + 大企业退休 CEO 做专家，投后深度协同并入驻。所以，事业没有大和小，只有做的好和坏。小角色做好，也能出彩。	

（六）天图资本

公司简介

- 2002 年创立，2008 年起聚焦消费
- 累计投资项目近 80 个，累计投资金额超过 40 亿元
- 根据天图资本挂牌新三板相关文件，其投资业绩较好
- 已有 20 个项目实现退出，退出项目加权 IRR 超过 50%
- 在管项目 50 余个，在管项目基于估值的 IRR 超过 15%

基金业绩

品牌连锁：汤城小厨　FORNET 福奈特　百果园

品牌消费品：百年栗园

消费互联网：蘑菇街 mogujie.com　鲜蜂网　美味不用等 NO WAIT

医疗与健康：慈铭体检 CIMING CHECKUP　EVER CARE

投资策略

- 首先，把“定位理论”用于天图资本自身战略
  - 天图认为，需要聚焦才能形成独特竞争力
  - 公司专注于品牌驱动型企业，使天图成为“中国消费品投资专家”
- 其次，明确核心投资策略
  - 品牌驱动：专注于可能成为品类代表的品牌
  - 拐点投资：投资即将走出“战略原点期”的消费品企业，寻求收益/风险比最高的投资机会
  - 深度投资：增值服务重，帮助企业渡过成长中的定位劫、治理劫、创新劫
- 未来重点定位于抓住消费升级的历史机遇，关注新型消费企业

“除了继续深耕传统消费，还将重点关注消费+互联网的升级，并且依托公司投资积累的大量消费场景和渠道资源，布局对新型消费金融企业的投资，推动实业、金融和消费的大协同，使天图在消费品投资领域步入更高的层次。”

天图资本首席投资官，冯卫东

要点总结：

很有特色，在消费细分领域中再次细分、定位、聚焦 + 深度增值服务。

（七） OrbiMed

公司简介

- 资管规模：150 亿美元，拥有 80 个投资专家
- 投资涵盖：生物制药、生命科技、医疗器械及诊断服务，投资阶段覆盖初创、成长、成熟和上市后

基金业绩

	2014年回报	2013年回报	3年年化回报	5年年化回报
全球健康基金	24.2	44.5	30.3	21.3
生物科技基金	26.3	63.5	48.5	31.3

投资理念

- 长期积累专业医疗领域
  - 20 年一直专注于医疗产业的投资
  - 内部有专门的医学博士团队负责对科技和行业发展进行研究
  - 聘用了 10 多位前医药行业公司的 CEO/创始人
- 各级市场投资多点布局
  - 投资方式多样化，覆盖债权、风险投资、私募股权、二级市场等多个领域
  - 市场联动，准确把握市场动向，产生极大协同效应
- 全球化发展
  - 全球化资产配置，投资遍布北美洲、拉丁美洲、亚

■ 全球健康基金自 95 年成立总回报 17 倍，比对应指数高 9 倍 ■ 生命科技基金自 05 年成立总回报 5 倍，比对应指数高 1.2 倍	太、中东、非洲、欧洲等 ■ 被投资企业资源共享 – 超过 180 家被投企业，分布在药品、器械、医疗服务等各个领域 通过 70 多个董事会席位获得大量的资源、信息和网络
要点总结： 行业深刻理解和积累 + 投资阶段全覆盖。	

要点总结：

- ■ 一个优秀的投资人而言，有时候，重要的不是你的判断能力（在对好项目的判断力上不存在太大的差距），而是你有没有机会见到那个你心仪的创业者，从这个角度，机构和平台的价值会越来越大。除非你自带流量,如薛蛮子+徐小平。

投资背后的故事

Peter Thiel 2015 年初来中国推广他的新书时，徐小平问 Peter Thiel 他根据什么投到了 Facebook？Peter 表示他把当时所有的社交网络都投了一遍。

第四章 失败项目的原因

一个项目活着，总可以找到 100 条它存在它存活它做大的理由；但是导致这个项目失败和不死不活的理由，才是真正值得我们关心的东西。失败的原因总有相似性。

序号	失败原因	案例
1	行业/资本波动	协众国际、抚顺挖掘机
2	商业模式/行业趋势变动	俏江南（高端餐饮下滑）、李宁（库存风险、行业竞争惨烈）、乐视网（商业模式被广泛质疑、资金链断裂）
3	错过窗口期	国美、达芙妮、物美超市
4	壁垒不足、充分竞争	汇源果汁（市场竞争激烈）、拉手网（对团队核心竞争要素判断不足）、钻石小鸟
5	团队存在问题	ITAT、俏江南
6	进入估值过高	云南水务、安信信贷、微创医疗

综上所述，1+2+3+4 生意有问题，5 公司有问题，6 价格有问题。

要点总结：

- 美好的事情不总是发生。分析别人失败的原因，自己少犯错。
- 没退出都不算，都是学生。退出才是老师。
- 调查公司生存和发展的根本原因。是靠某种产品、技术、人、团队，还是纯粹运气？这些因素靠积累还是偶然？这些东西由谁掌握？找到这些因素。分析在未来新技术/竞争者/消费方式出现后，能否依然保持竞争优势，不受影响。

生活感悟

千万不要在你没兴趣的领域追求成功，因为你得跟那些真的有兴趣的人展开竞争。他们在自己有兴趣的领域都是疯子。 -- S. Landsburg

第五章　私募股权投资是否很赚钱

一、一级市场是否很赚钱？

一级市场 PE/VC 很好火，开启高速增长模式。主要因为许多成功投资案例的致富神话和示范效应。

- 软银投资阿里巴巴，7 年回报 71 倍！
- 红杉早期布局聚美优品，3 年获利 88 倍！
- 今日资本投资京东商城，7 年获利 100 倍！
- 腾讯控股 4.375 港币挂牌上市，至今股价突破 216 港币！
- 百度 2005 年纳斯达克上市，造就 8 位亿万富豪，50 位千万富豪和 240 位百万富翁！











这些翻 N 倍的投资案例，都是成百上千个投资案例中脱颖而出的非常少数的“幸存者”。用这些幸存者来评估投资私募股权，显然大大高估了投资回报，低估了投资风险。

截止 2016 年 9 月，由李开复创办的创新工场管理资产规模达 4 亿元人民币和 4.55 亿美元，共投资 150 家企业，其中 1 家成功 IPO、7 家实现并购，退出比率为 5.33%。红杉资本自 2005 年成立以来，共投资 400 家企业，其中 33 家成功 IPO，50 家被并购，退出比率为 20.75%。九鼎投资自 2006 年成立以来，管理资产规模 300 亿人民币，共投资了 400 家企业，37 家实现 IPO、25 家被并购，退出比率为 15.5%。

如上是中国最顶尖的私募股权基金。截止 2017 年 3 月，中国大约有 20,000 家私募股权基金，其中有过投资记录的大约有 7000 家，而最终至少有一个项目退出的基金大约有 1641 家。也就是说，最后退出至少一个项目的基金不到 10%。

再看来自 2017 年《中国股权转让蓝皮书》的数据，虽然该数据也并非完全可靠。对于投资机构而言，只有 16%的项目能实现退出。

	PE	VC	天使	合计
IPO 项目比例	14.73%	9.20%	1.52%	9.20%
并购项目比例	4.23%	4.21%	2.46%	3.93%
股权转让比例	5.69%	1.68%	1.09%	2.49%
回购比例	3.76%	1.30%	--	1.64%
合计退出比例	28.16%	16.34%	4.71%	17.12%
合计退出比例（不含回购）	24.82%	15.04%	4.71%	15.56%

下面我们以 15%的退出率算一下一位私募股权基金投资者可能获得的回报。假设投一个 7 年期的私募股权基金，在期初投入 100 万。该基金有 15%的项目成功退出（这个比例已经非常高了，堪称中国最出色的私募股权基金之一），退出的投资回报为 10 倍（非常成功的投资回报），那么该投资者投入的 100 万中的 15 万会变成 150 万。同时我们假设 60%的项目不赚不赔，进去 60 万，7 年后出来还是 60 万。剩下的 25%（25 万）血本无归。该投资者在 7 年后持有的基金份额的净值大约为 210 万左右。

7 年投资回报计算

年度	第 0 年	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
项目 1	-15							150
项目 2	-25							0
项目 3	-60							60
合计	-100	0	0	0	0	0	0	210

- IRR：11.18%
- 费后投资者净回报：6.84%
- 基金费用：0.5%
- 基金经理净回报：3.84%

根据计算，该基金在费前的内部回报率（IRR）为每年 11.18%左右。如果我们扣除基金经理的收费（2%的管理费和 20%的业绩分成），以及基金本身的运营费用（托管费，审计法律等费用，假设 0.5%），那么投资者拿到手的净回报为每年 6.84%，基金经理拿到手的回报为每年 3.84%。

一个投资者从私募股权投资中获得每年 6.84%的回报，算好还是不好？以上证综指为例，1996 年年底上证综指收于 964 点，2016 年年底该指数收于 3159 点。照该指数变化来算，中国二级市场（A 股）在过去二十年的年回报率为 6.1%（复利计算）。这个计算还没有包括红利。如果我们假设这些年的红利为每年 2%左右，那么投资者从二级市场上可以获得的平均年回报为 8.1%左右。购买一个指数 ETF 的年费率为每年 0.6%左右，也就是说投资者净到手的回报率为每年 7.5%左右。

二级市场和一级市场相比，投资风险要小得多，信息披露的透明度也要高很多，同时没有流动性限制（不需要锁定 5-7 年甚至更长的投资期）。因此只有当一级市场有比较明显的投资回报优势时，才值得投资者冒这个更大的风险。

上面提到的年回报 6.84%只是比较理想的状况。中国有数以万计的私募股权基金，能够投到退出率 15%的顶级基金的概率是很小的。现在我们再来算一个比较普通的情况。假设该基金有 5%的项目退出（也是十倍），60%的投资盈亏平衡，以及 35%的投资血本无归。

7 年投资回报计算

年度	第 0 年	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
项目 1	-15							50
项目 2	-35							0
项目 3	-60							60
合计	-110	0	0	0	0	0	0	110

→ IRR：1.37%

→ 费后投资者净回报：-1.13%

→ 基金费用：0.5%

→ 基金经理净回报：2%

从上计算得出，该投资项目的费前 IRR 为 1.37%左右。如果扣除基金本身的费用（假设 0.5%）以及基金经理的收费（2%的管理费），那么投资者拿到手的回报为-1.13%，而基金经理的收入则为 2%。

有人会说，上面这些假设太悲观了，我们投到的一些顶级私募，其退出成功率和投资成功的翻倍数都要更高。在一些极端的个例中，这也是有可能的。笔者在这里和大家举这些例子的主要原因，是想鼓励大家在做出投资之前先仔细算笔账。根据你自己收集到的信息，对上面这些条件假设可以做出一定调整，然后得出比较现实的期望值。

笔者希望越来越多的投资者，在做出私募股权投资之前，对这个行业做一些比较基本的尽职调查，对自己的投资风险有一个比较清晰的认识。当然，一级市场上有很多投资机会，我也相信有不少投资者从一级市场上尝到了甜头，获得了投资回报。但是这当中多少是缘于纯粹的运气，多少是科学的判断后做出的理性投资决策，恐怕只有投资者自己心里最清楚了。理性的投资者，只会选择性的去承担那些他可以承担的风险，从而最大化自己在长期投资中的胜率，做一位成功的马拉松投资者。

二、二级市场是否很赚钱

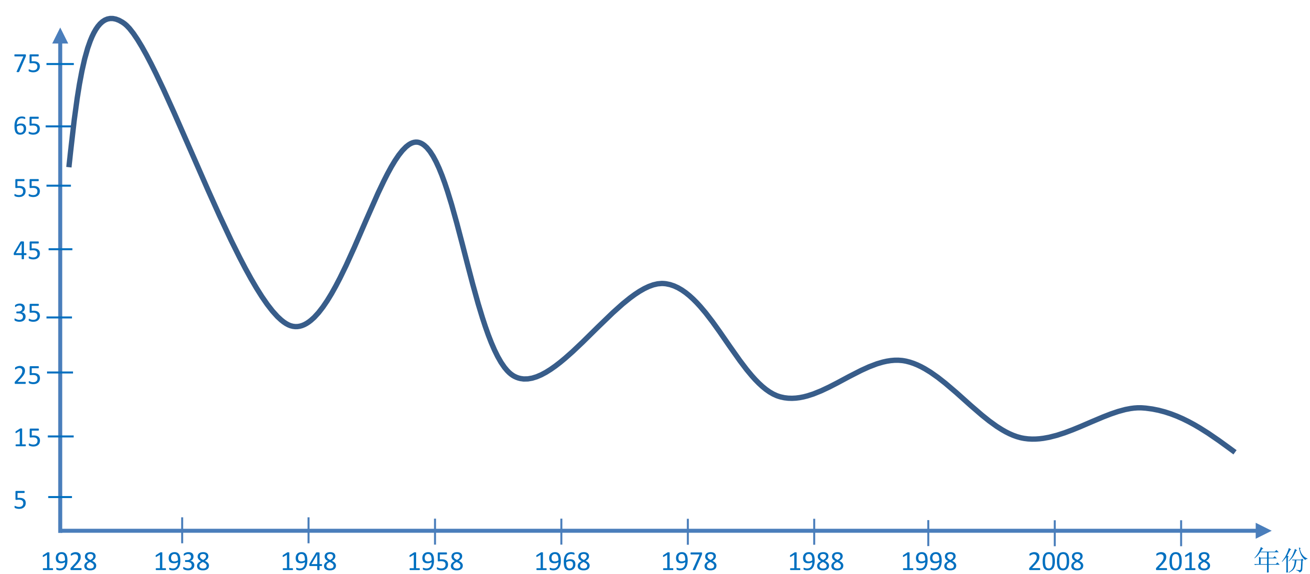
稍微有点扯远，顺便说下二级市场，也就是股票。但既然投的项目好不容易上市了。上市以后，公司能永远持久盈利，保证收益吗？答案是不一定。

市场竞争残酷，上市公司的生存率之低，可能远超投资者想象。

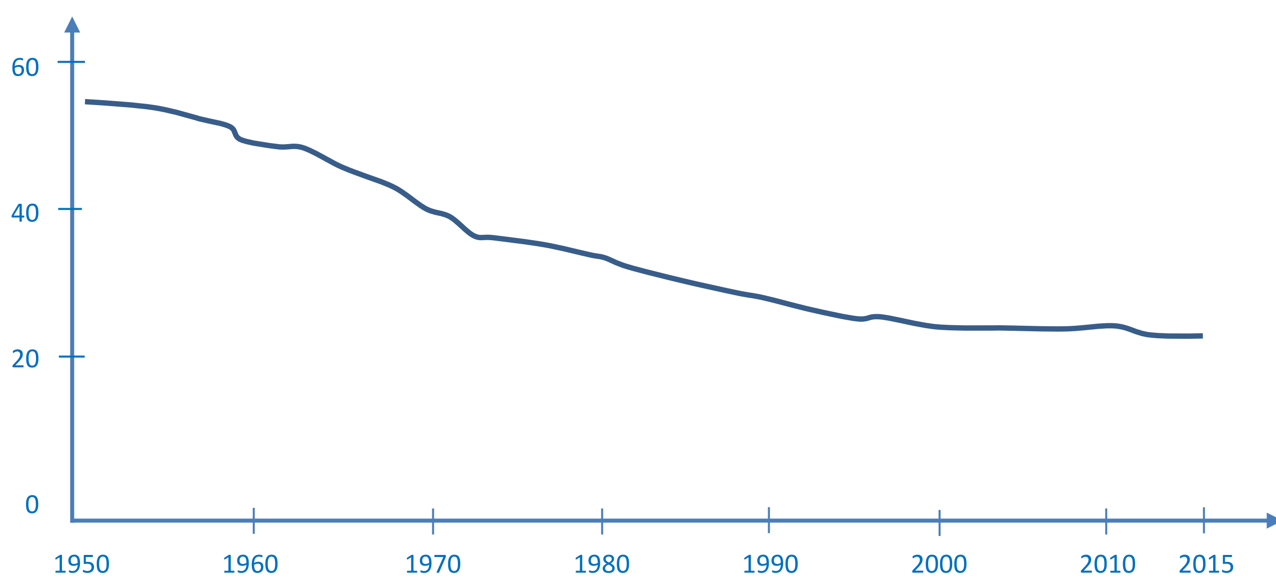
以美国道琼斯指数为例。道琼斯指数 1896 年发布，它象征着美国工业中最重要的 12 只股票的价格平均数。到今天，这 12 只成分股中，只有通用电气仍然留在指数中，其余 11 家早已完全消失。120 年的淘汰率为 91%。以 1976 年道琼斯工业指数为代表的的 30 家著名公司为例，到今天仅有 6 家（3M、杜邦、埃克森石油、通用电气、宝洁、联合技术）还存续，在短短 40 年间，其余 24 家的公司或被并购、破产、或业务大幅收缩。40 年淘汰率为 80%

1920-1930 年间，标准普尔 90 指数公司的淘汰率平均为每年 1.5%。保持榜上有名的时间平均达 65 年以上。1998 年，标准普尔 500 指数公司的淘汰率为 10%。同期，企业在榜上的平

均寿命也降为 10 年。



企业留存在标准普尔 500 指数中的寿命
75
65
55
45
35
25
15
5
1928
1938
1948
1958
1968
1978
1988
1998
2008
2018
年份

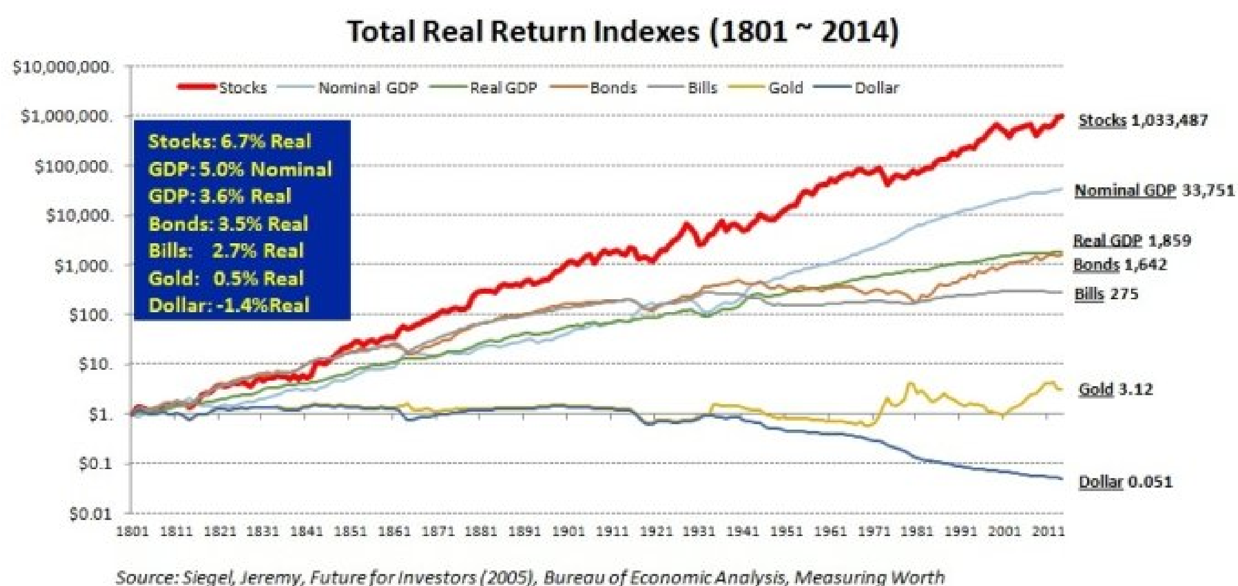


上市企业平均寿命不断缩短
60
40
20
0
1950
1960
1970
1980
1990
2000
2010
2015

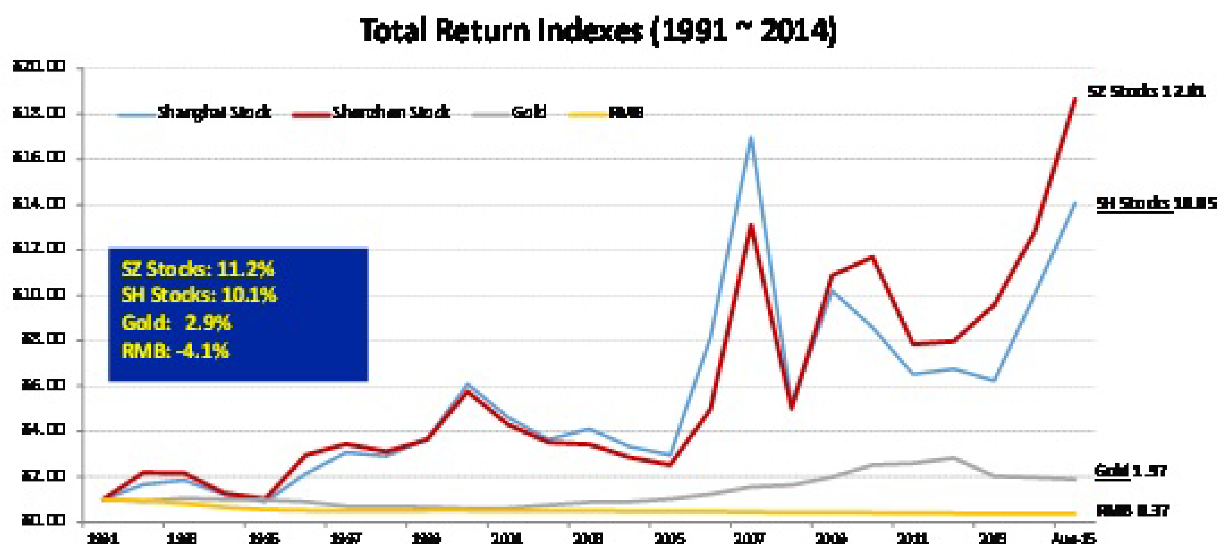
以中国上交所最早上市的 8 只股票为例。今天只剩下飞乐音响、方正科技、豫园商城、申华控股还在正常交易，其余 4 家退市。28 年淘汰率为 50%。而除了豫园商城的主营营业没变外，剩余三家的主营业务也发生巨大的变化。

所以，从天使投资、VC、PE，到最终上市。从长期价值投资的角度来看，投资风险和回报的不确定性一直都是很大的。

但如果回顾美国历史 200 年各种资产的回报率。股权投资的长期回报是最大，大约 6.7%（扣除通胀后真实回报）。



再看看中国沪深股市的回报率。由于中国从底部崛起，维持了近乎 40 年的持续增长，所以股市 20 多年回报率也达到约 10.1%-11.2%（未扣除通胀的名义回报）。当然，这仅针对上证指数，实际企业价值又是另外一回事。

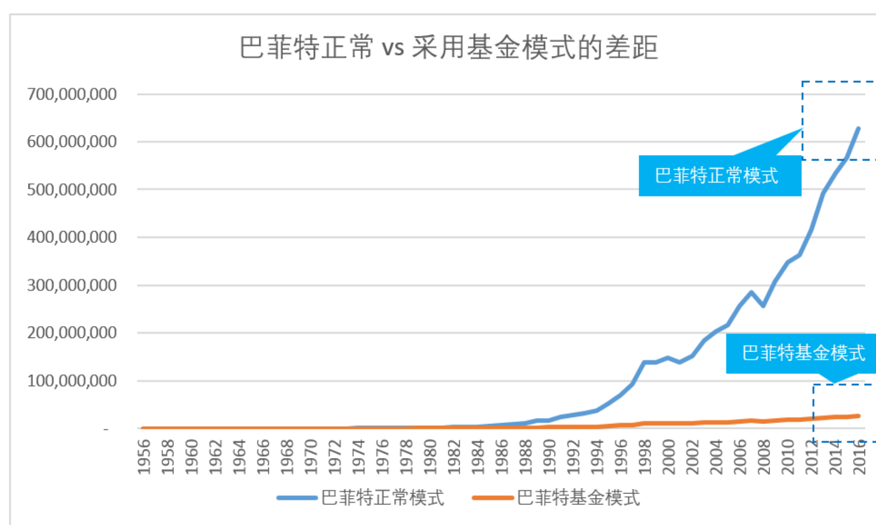


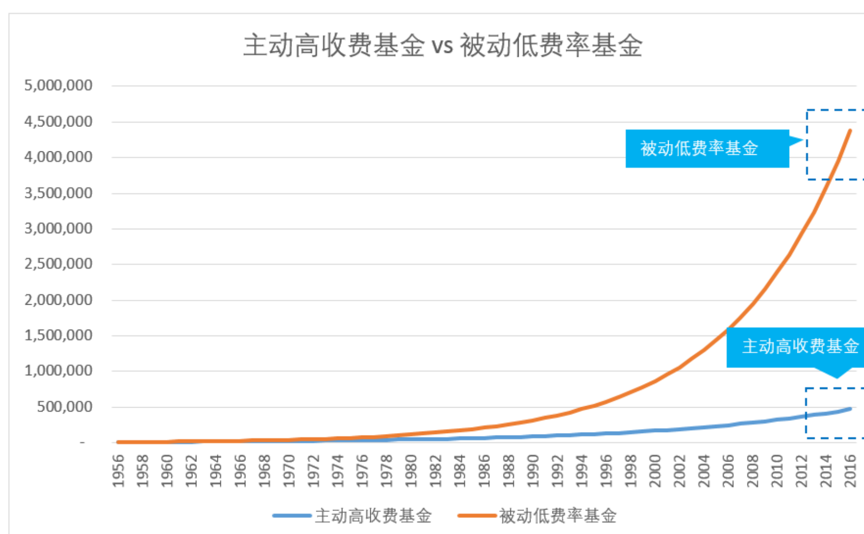
长期而言，股权投资反映的是 GDP、社会生产效率、和企业财富和利润的增长。历史数据证明，股权类投资的回报，跑赢了包括房地产在内的绝大多数投资品。

三、基金管理费对投资回报影响

继续讨论，基金管理费对实际投资回报的影响。

简单说，基金管理公司主流的收费方法，即 2%管理费+20%业绩提成，对 LP 真实的投资回报收益率杀伤力巨大。





投资收益比较：

（1）巴菲特 60 年复合回报约 20%，投资增值 6.3 万倍；（不分红+无管理费）

（2）如果巴菲特采用基金模式（2%管理费+分成 20%），投资增值下降至 2535 倍。与原有绝对收益差距为 25 倍，或基金模式绝对收益仅为巴菲特的 4%，仅仅是一个零头！出资人的复合回报从 20%降至 14%，6 个点不见。

（3）如购买被动指数基金（最低 0.3%管理费），假设实现 11%正常回报。60 年增值 436 倍。比主动基金收益高 9 倍。出资人的复合回报从 11%降至 10.7%，基本没降。

（4）如购买主动基金（2%管理费+分成 20%），假设实现 11%正常回报。60 年增值 46 倍。出资人的复合回报从 11%降至 7%，4 个点不见。绝对收益仅为被动基金的 10%，仅仅是一个零头！

初步结论：

（1）2%+20%基金收费模式，让高收益变低收益；中间差额，流向基金公司管理费 + 税收 + 以及这部分差额导致的未投资收益损失。

（2）这种差距，只能通过统计来感知。因为对 LP 投资人来说，每年管理费也就固定 2%，外加 20%，感觉好像确实不多。然而事实并非如此。

（3）等待机会，在大盘整体 PE 较低时，购买低费率被动指数基金。困难在于很难坚持，无操作感。

备注：

（1）假设 A 股历史 28 年的平均回报为 11%，和 ROE 接近，且包含分红；

（2）假设不考虑税费杂费等因素；

（3）历史统计证明，绝大多数主动基金无法战胜大盘，即被动基金指数。

巴菲特收益率

年份	收益率	年终投资	回报倍数
1956		10,000	
1957	10.4%	11,040	0.1
1958	40.9%	15,555	0.6
1959	25.9%	19,584	1.0
1960	22.8%	24,049	1.4
1961	45.9%	35,088	2.5
1962	13.9%	39,965	3.0
1963	38.7%	55,432	4.5
1964	27.8%	70,842	6.1
1965	23.8%	87,702	7.8
1966	20.3%	105,506	9.6
1967	11.0%	117,112	10.7
1968	19.0%	139,363	12.9
1969	16.2%	161,940	15.2
1970	12.0%	181,372	17.1
1971	16.4%	211,117	20.1
1972	21.7%	256,930	24.7
1973	4.7%	269,005	25.9
1974	5.5%	283,801	27.4
1975	21.9%	345,953	33.6
1976	59.3%	551,103	54.1
1977	31.9%	726,905	71.7
1978	24.0%	901,363	89.1
1979	35.7%	1,223,149	121.3
1980	19.3%	1,459,217	144.9
1981	31.4%	1,917,411	190.7
1982	40.0%	2,684,375	267.4
1983	32.3%	3,551,428	354.1
1984	13.6%	4,034,423	402.4
1985	48.2%	5,979,014	596.9
1986	26.1%	7,539,537	753.0
1987	19.5%	9,009,747	900.0
1988	20.1%	10,820,706	1,081.1
1989	44.4%	15,625,099	1,561.5
1990	7.4%	16,781,357	1,677.1
1991	39.6%	23,426,774	2,341.7
1992	20.3%	28,182,409	2,817.2
1993	14.3%	32,212,493	3,220.2
1994	13.9%	36,690,030	3,668.0
1995	43.1%	52,503,433	5,249.3
1996	31.8%	69,199,524	6,919.0
1997	34.1%	92,796,562	9,278.7
1998	48.3%	137,617,301	13,760.7
1999	0.5%	138,305,388	13,829.5
2000	6.5%	147,295,238	14,728.5
2001	-6.2%	138,162,933	13,815.3
2002	10.0%	151,979,227	15,196.9
2003	21.0%	183,894,864	18,388.5
2004	10.5%	203,203,825	20,319.4
2005	6.4%	216,208,870	21,619.9
2006	18.4%	255,991,302	25,598.1
2007	11.0%	284,150,345	28,414.0
2008	-9.6%	256,871,912	25,686.2
2009	19.8%	307,732,551	30,772.3
2010	13.00%	347,737,782	34,772.8
2011	4.60%	363,733,720	36,372.4
2012	14.40%	416,111,376	41,610.1
2013	18.20%	491,843,646	49,183.4
2014	8.30%	532,666,669	53,265.7
2015	6.40%	566,757,336	56,674.7
2016	10.70%	627,400,371	62,739.0
2017			

初值	终值	年期	复合增长率
10,000	627,400,371	60	20%

巴菲特收益率（如采用基金模式）

年初金额	年收益	管理费		年终金额	年收益率	回报倍数
		固定2%	浮动20%			
				10,000		
9,800	1,019	200	204	10,615	10.4%	0.1
10,403	4,255	212	851	13,807	40.9%	0.4
13,531	3,504	276	701	16,334	25.9%	0.6
16,008	3,650	327	730	18,927	22.8%	0.9
18,549	8,514	379	1,703	25,360	45.9%	1.5
24,853	3,455	507	691	27,617	13.9%	1.8
27,064	10,474	552	2,095	35,443	38.7%	2.5
34,734	9,656	709	1,931	42,459	27.8%	3.2
41,610	9,903	849	1,981	49,533	23.8%	4.0
48,542	9,854	991	1,971	56,425	20.3%	4.6
55,297	6,083	1,129	1,217	60,163	11.0%	5.0
58,960	11,202	1,203	2,240	67,922	19.0%	5.8
66,563	10,783	1,358	2,157	75,190	16.2%	6.5
73,686	8,842	1,504	1,768	80,760	12.0%	7.1
79,145	12,980	1,615	2,596	89,528	16.4%	8.0
87,738	19,039	1,791	3,808	102,969	21.7%	9.3
100,910	4,743	2,059	949	104,704	4.7%	9.5
102,610	5,644	2,094	1,129	107,125	5.5%	9.7
104,982	22,991	2,142	4,598	123,375	21.9%	11.3
120,908	71,698	2,468	14,340	178,266	59.3%	16.8
174,701	55,730	3,565	11,146	219,284	31.9%	20.9
214,899	51,576	4,386	10,315	256,159	24.0%	24.6
251,036	89,620	5,123	17,924	322,732	35.7%	31.3
316,277	61,042	6,455	12,208	365,111	19.3%	35.5
357,808	112,352	7,302	22,470	447,690	31.4%	43.8
438,736	175,494	8,954	35,099	579,131	40.0%	56.9
567,549	183,318	11,583	36,664	714,203	32.3%	70.4
699,919	95,189	14,284	19,038	776,071	13.6%	76.6
760,549	366,585	15,521	73,317	1,053,817	48.2%	104.4
1,032,741	269,545	21,076	53,909	1,248,377	26.1%	123.8
1,223,409	238,565	24,968	47,713	1,414,261	19.5%	140.4
1,385,976	278,581	28,285	55,716	1,608,841	20.1%	159.9
1,576,664	700,039	32,177	140,008	2,136,695	44.4%	212.7
2,093,961	154,953	42,734	30,991	2,217,924	7.4%	220.8
2,173,565	860,732	44,358	172,146	2,862,151	39.6%	285.2
2,804,908	569,396	57,243	113,879	3,260,425	20.3%	325.0
3,195,216	456,916	65,208	91,383	3,560,749	14.3%	355.1
3,489,534	485,045	71,215	97,009	3,877,570	13.9%	386.8
3,800,019	1,637,808	77,551	327,562	5,110,265	43.1%	510.0
5,008,060	1,592,563	102,205	318,513	6,282,111	31.8%	627.2
6,156,468	2,099,356	125,642	419,871	7,835,953	34.1%	782.6
7,679,234	3,709,070	156,719	741,814	10,646,490	48.3%	1,063.6
10,433,560	52,168	212,930	10,434	10,475,294	0.5%	1,046.5
10,265,788	667,276	209,506	133,455	10,799,609	6.5%	1,079.0
10,583,617	-656,184	215,992	-131,237	10,058,670	-6.2%	1,004.9
9,857,496	985,750	201,173	197,150	10,646,096	10.0%	1,063.6
10,433,174	2,190,967	212,922	438,193	12,185,947	21.0%	1,217.6
11,942,228	1,253,934	243,719	250,787	12,945,376	10.5%	1,293.5
12,686,468	811,934	258,908	162,387	13,336,015	6.4%	1,332.6
13,069,295	2,404,750	266,720	480,950	14,993,095	18.4%	1,498.3
14,693,233	1,616,256	299,862	323,251	15,986,238	11.0%	1,597.6
15,666,513	-1,503,985	319,725	-300,797	14,463,325	-9.6%	1,445.3
14,174,058	2,806,464	289,266	561,293	16,419,229	19.8%	1,640.9
16,090,845	2,091,810	328,385	418,362	17,764,292	13.0%	1,775.4
17,409,007	800,814	355,286	160,163	18,049,658	4.6%	1,804.0
17,688,665	2,547,168	360,993	509,434	19,726,399	14.4%	1,971.6
19,331,871	3,518,401	394,528	703,680	22,146,592	18.2%	2,213.7
21,703,660	1,801,404	442,932	360,281	23,144,783	8.3%	2,313.5
22,681,887	1,451,641	462,896	290,328	23,843,200	6.4%	2,383.3
23,366,336	2,500,198	476,864	500,040	25,366,494	10.7%	2,535.6

初值	终值	年期	复合增长率
10,000	25,366,494	60	14%

从20%降至14%，少了6%！

基金模式（2%管理费+20%业绩分成）

年份	年初金额	年收益	管理费		年终金额	年收益率	回报倍数
			固定2%	浮动20%			
1956					10,000		
1957	9,800	1,078	200	216	10,662	11%	0.1
1958	10,449	1,149	213	230	11,369	11%	0.1
1959	11,141	1,226	227	245	12,122	11%	0.2
1960	11,879	1,307	242	261	12,925	11%	0.3
1961	12,666	1,393	258	279	13,781	11%	0.4
1962	13,505	1,486	276	297	14,694	11%	0.5
1963	14,400	1,584	294	317	15,667	11%	0.6
1964	15,354	1,689	313	338	16,705	11%	0.7
1965	16,371	1,801	334	360	17,811	11%	0.8
1966	17,455	1,920	356	384	18,991	11%	0.9
1967	18,611	2,047	380	409	20,249	11%	1.0
1968	19,844	2,183	405	437	21,590	11%	1.2
1969	21,159	2,327	432	465	23,020	11%	1.3
1970	22,560	2,482	460	496	24,545	11%	1.5
1971	24,054	2,646	491	529	26,171	11%	1.6
1972	25,648	2,821	523	564	27,905	11%	1.8
1973	27,347	3,008	558	602	29,753	11%	2.0
1974	29,158	3,207	595	641	31,724	11%	2.2
1975	31,090	3,420	634	684	33,826	11%	2.4
1976	33,149	3,646	677	729	36,066	11%	2.6
1977	35,345	3,888	721	778	38,455	11%	2.8
1978	37,686	4,145	769	829	41,002	11%	3.1
1979	40,182	4,420	820	884	43,718	11%	3.4
1980	42,844	4,713	874	943	46,614	11%	3.7
1981	45,682	5,025	932	1,005	49,702	11%	4.0
1982	48,708	5,358	994	1,072	52,994	11%	4.3
1983	51,934	5,713	1,060	1,143	56,505	11%	4.7
1984	55,375	6,091	1,130	1,218	60,248	11%	5.0
1985	59,043	6,495	1,205	1,299	64,238	11%	5.4
1986	62,954	6,925	1,285	1,385	68,493	11%	5.8
1987	67,124	7,384	1,370	1,477	73,030	11%	6.3
1988	71,570	7,873	1,461	1,575	77,868	11%	6.8
1989	76,311	8,394	1,557	1,679	83,026	11%	7.3
1990	81,365	8,950	1,661	1,790	88,526	11%	7.9
1991	86,755	9,543	1,771	1,909	94,390	11%	8.4
1992	92,502	10,175	1,888	2,035	100,642	11%	9.1
1993	98,629	10,849	2,013	2,170	107,308	11%	9.7
1994	105,162	11,568	2,146	2,314	114,417	11%	10.4
1995	112,128	12,334	2,288	2,467	121,996	11%	11.2
1996	119,556	13,151	2,440	2,630	130,076	11%	12.0
1997	127,475	14,022	2,602	2,804	138,693	11%	12.9
1998	135,919	14,951	2,774	2,990	147,880	11%	13.8
1999	144,922	15,941	2,958	3,188	157,675	11%	14.8
2000	154,522	16,997	3,154	3,399	168,120	11%	15.8
2001	164,757	18,123	3,362	3,625	179,256	11%	16.9
2002	175,671	19,324	3,585	3,865	191,130	11%	18.1
2003	187,307	20,604	3,823	4,121	203,790	11%	19.4
2004	199,715	21,969	4,076	4,394	217,289	11%	20.7
2005	212,944	23,424	4,346	4,685	231,683	11%	22.2
2006	227,049	24,975	4,634	4,995	247,029	11%	23.7
2007	242,089	26,630	4,941	5,326	263,393	11%	25.3
2008	258,125	28,394	5,268	5,679	280,840	11%	27.1
2009	275,223	30,275	5,617	6,055	299,443	11%	28.9
2010	293,454	32,280	5,989	6,456	319,278	11%	30.9
2011	312,892	34,418	6,386	6,884	340,427	11%	33.0
2012	333,618	36,698	6,809	7,340	362,976	11%	35.3
2013	355,717	39,129	7,260	7,826	387,020	11%	37.7
2014	379,280	41,721	7,740	8,344	412,656	11%	40.3
2015	404,403	44,484	8,253	8,897	439,990	11%	43.0
2016	431,191	47,431	8,800	9,486	469,135	11%	45.9

初值	终值	年期	复合增长率
10,000	469,135	60	7%

从11%降至7%，少了4%！

指数基金模式（0.3%管理费）

年初金额	年收益	管理费	年终金额	年收益率	回报倍数
		固定2%			
			10,000		
9,970	1,096.70	30	11,067	11%	0.1
11,033	1,213.68	33	12,247	11%	0.2
12,210	1,343.15	37	13,554	11%	0.4
13,513	1,486.42	41	14,999	11%	0.5
14,954	1,644.98	45	16,599	11%	0.7
16,550	1,820.45	50	18,370	11%	0.8
18,315	2,014.64	55	20,330	11%	1.0
20,269	2,229.54	61	22,498	11%	1.2
22,431	2,467.36	67	24,898	11%	1.5
24,823	2,730.56	75	27,554	11%	1.8
27,471	3,021.82	83	30,493	11%	2.0
30,401	3,344.16	91	33,746	11%	2.4
33,644	3,700.88	101	37,345	11%	2.7
37,233	4,095.66	112	41,329	11%	3.1
41,205	4,532.54	124	45,737	11%	3.6
45,600	5,016.03	137	50,616	11%	4.1
50,464	5,551.09	152	56,016	11%	4.6
55,847	6,143.22	168	61,991	11%	5.2
61,805	6,798.52	186	68,603	11%	5.9
68,397	7,523.72	206	75,921	11%	6.6
75,693	8,326.27	228	84,020	11%	7.4
83,768	9,214.44	252	92,982	11%	8.3
92,703	10,197.34	279	102,900	11%	9.3
102,592	11,285.09	309	113,877	11%	10.4
113,535	12,488.87	342	126,024	11%	11.6
125,646	13,821.06	378	139,467	11%	12.9
139,049	15,295.35	418	154,344	11%	14.4
153,881	16,926.90	463	170,808	11%	16.1
170,295	18,732.50	512	189,028	11%	17.9
188,461	20,730.69	567	209,192	11%	19.9
208,564	22,942.04	628	231,506	11%	22.2
230,811	25,389.26	695	256,201	11%	24.6
255,432	28,097.54	769	283,530	11%	27.4
282,679	31,094.70	851	313,774	11%	30.4
312,832	34,411.57	941	347,244	11%	33.7
346,202	38,082.25	1,042	384,285	11%	37.4
383,132	42,144.49	1,153	425,276	11%	41.5
424,000	46,640.04	1,276	470,640	11%	46.1
469,228	51,615.13	1,412	520,844	11%	51.1
519,281	57,120.92	1,563	576,402	11%	56.6
574,673	63,214.01	1,729	637,887	11%	62.8
635,973	69,957.05	1,914	705,930	11%	69.6
703,812	77,419.36	2,118	781,232	11%	77.1
778,888	85,677.69	2,344	864,566	11%	85.5
861,972	94,816.93	2,594	956,789	11%	94.7
953,919	104,931.05	2,870	1,058,850	11%	104.9
1,055,673	116,124.04	3,177	1,171,797	11%	116.2
1,168,282	128,511.00	3,515	1,296,793	11%	128.7
1,292,902	142,219.26	3,890	1,435,122	11%	142.5
1,430,816	157,389.79	4,305	1,588,206	11%	157.8
1,583,441	174,178.56	4,765	1,757,620	11%	174.8
1,752,347	192,758.19	5,273	1,945,105	11%	193.5
1,939,270	213,319.70	5,835	2,152,590	11%	214.3
2,146,132	236,074.52	6,458	2,382,206	11%	237.2
2,375,060	261,256.59	7,147	2,636,316	11%	262.6
2,628,408	289,124.83	7,909	2,917,532	11%	290.8
2,908,780	319,965.77	8,753	3,228,746	11%	321.9
3,219,059	354,096.52	9,686	3,573,156	11%	356.3
3,562,436	391,868.00	10,719	3,954,304	11%	394.4
3,942,441	433,668.55	11,863	4,376,110	11%	436.6

初值	终值	年期	复合增长率
10,000	4,376,110	60	10.7%

从11%降至10.7%，基本没少！

四、各类资产回报比较

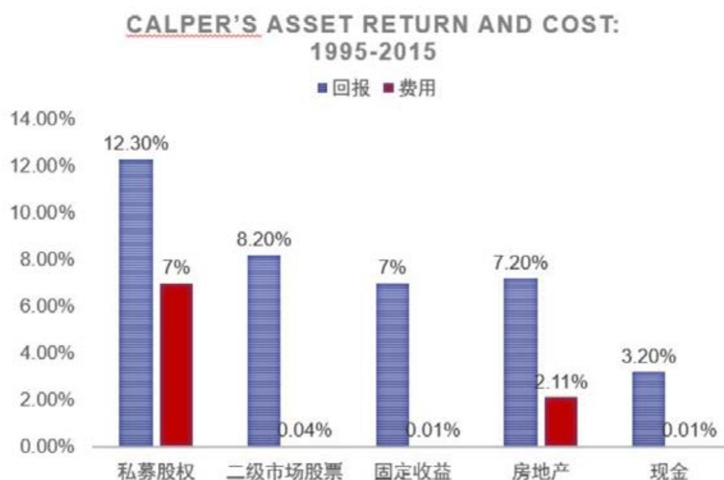
很难统计私募股权投资的回报到底有多高。笔者选用美国加利福尼亚公共雇员养老基金（Calpers）在过去 20 年中对于不同类别资产的投资费用和回报对比。Calpers 在 2016 年的资产规模为 2900 亿美元左右，是全世界最大的养老基金之一。该基金的投资涵盖私募股权，二级市场，固定收益，房地产等多个资产类别，因此其分析很值得我们进行研究。

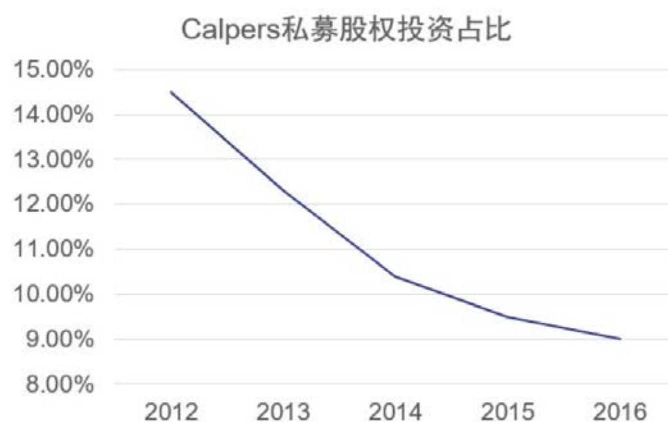
图中蓝色柱子是该资产带来的年回报，而红色柱子则是该基金付出的投资费用。可以看到，私募股权在过去 20 年为该基金带来每年约 12.3%的投资回报，但是其投资费用也是最高的，约为每年 7%。相比较而言，二级市场股票在同期的投资回报为每年 8.2%，但是其投资成本仅为每年 0.04%。也就是说，私募股权的投资费用是二级市场股票的 175 倍。

有些朋友可能会说：你没看到么，私募股权的投资回报也高呀！如果我们仅看 Calpers 在过去 20 年的历史，私募股权确实带来比二级市场更好的回报。但是如果你觉得自己也能像养老基金一样从私募股权中获得高回报，那你就大错特错了。原因在于：养老基金的投资规模要比个人或者中小型投资者大得多，因此他们永远在投资人排名中属于最前列。养老基金能够投到很多普通投资人无法投入的私募股权项目，而他们的费率也往往最优惠。因此如果大家都去投私募股权，中小型投资人需要付出比养老和大学基金高得多的费用，却不一定投的进最好的私募股权基金，其回报自然不可同日而语。

耶鲁基金会首席投资官，大卫斯文森反复强调中小投资者不要去盲目跟风，瞎学所谓的“耶鲁模式”去投资私募股权。斯文森说过：除非投资者可以找到那些极端出色的职业投资经理，否则他们应该把自己投资的 100%放到被动型指数基金中。我这里说的投资者包括几乎所有的个人投资者和绝大部分的机构投资者。

事实上，即使像 Calpers 这样超大规模的养老基金，也正在不断减持其私募股权投资。上图显示，从 2012 年以来，Calpers 在私募股权中的配置比例逐年下降，其中一条很重要的原因就是其投资费用太过昂贵。





六、顶级投资家的业绩

如下数据非常有参考意义。表示一个普通人，就长期而言无法达到和超越的天花板。

- 比尔·鲁安（1925-2005），巴菲特同学，红杉基金创始人，年化约 15%；
- 沃尔特·施洛斯（1916-2012），巴菲特同学，年化约 15%；
- 约翰·内夫（1931- ），市盈率鼻祖，年化约 14%；
- 雷·达里奥（1949- ），《原则》作者，桥水创始人，年化约 12%；
- 赛斯·卡拉曼（1957- ），《安全边际》作者，年化约 19%；
- 查理·芒格（1924- ），伯克希尔副董事长，年化约 14%；
- 巴菲特，伯克希尔董事长，年化约 20%。

七、赚大钱的逻辑

最后，分享 Mark Howard 写的《投资最重要的事》赚大钱矩阵图。简单易懂，对理解“投资赚大钱”的逻辑很有帮助。

		个人判断	
		错误	正确
个人判断与市场的关系	与众人相同	✗	✗
	与众不同	✗	✓

在该矩阵中，个人的判断被分为“错误”和“正确”两大类。如果想要获得极大的投资成功，那么首先你需要做出正确的判断。如果你的判断是错误的，那要战胜市场就基本没戏（除非运气极好）。

在你个人的判断之外，还有一个重要的维度，那就是个人判断和市场的关系。大致分为两类：“个人判断与众人相同”，以及“个人判断与众不同”。只有在个人判断正确，并且其判断与众不同时，才可能获得超常的投资成功。因此在该矩阵中，只有第四象限被打上了一个勾。

当一个人的个人判断正确，但是该判断和众人相同时，无法获得超出平均水平的巨额回报。这是因为，这就是一个大众共同的想法，会带来充分的竞争，并推高资产价格，这时是不可能带来出类拔萃的成功的。这个道理在创业、投资等方面是相通的。

故事：森林里有几只鸟？

理解价值和价格的区别和内涵，能帮助大家更理性的面对投资和选择。下面的例子挺好。

森林里有两只鸟在飞，但由于各种原因，森林管理员只在本子上登记了一只鸟。请问森林里有几只鸟？答案很简单，森林里鸟的价值，当然是两只（价值），即使管理员错误的在本子上写成一只（价格）。

但当投资股票时，大多数人却会忘记常识和理性。原因有几点 1）森林里鸟的数量不容易盘点，所以干脆不去盘点；2）森林管理员会经常告诉你，本子上纪录了几只鸟，即使数字大多数时候是错误的；

中国人买东西往往比较挑剔，会在京东和淘宝上比来比去，最好等到双十一再买。当然，买股票除外。

我的思考

做一级市场股权投资，能为将来做二级市场股票投资奠定扎实的基础，给你带来巨大的竞争优势。

一级市场没有 K 线图，告诉大家公司估值多少。所以，需通过行业研究和尽职调查，去估算尽可能接近合理的企业价值，这都需要专业知识和劳动付出。而二级市场股票的问题在于，K 线图只会告诉你价格，而这个价格在大多数时候，特别在 A 股，是远远高于价值的。

所以，要做价值投资，底线是买到物有所值，用两只鸟的价格去买到两只鸟（价值）甚至更多。而不是投机，只看 K 线图，凭感觉、玩波段，两只鸟的价格却买到一只鸟（价值）。这种荒唐的事情，在菜场买鸡蛋，青菜时极少发生，但在投资领域却是日常。

第六章　投资中的概率学

一、创业和投资成功到底靠什么？

雷军曾说过，创业者成功 85%要靠运气；扎克伯格也坦言，要想获得成功，你必须非常幸运。趋势有迹可循，而运气却不可捉摸。

创业和投资，跟赌博可以说是一墙之隔。人群中的异类之所以能够成功的达到金字塔，靠的不仅仅是实力，更是机遇和完全随机的有利条件。

回顾腾讯、阿里的成长史能复盘出很多成功的因素，但很多节点都是由运气决定的。1999 年腾讯差点融资失败，账户只剩 1 万元，如果没有 IDG 和盈科的 220 万美金，腾讯可能熬不过互联网泡沫的危机。而后来 ICQ 和 MSN 的失败，对腾讯也是一种运气。

2003 年非典事件让 B2C 电商一下子火爆起来，这是一个非常大的偶然事件，大家都不愿意出门了，催化网购兴起，而淘宝抓住了这个偶然。

还有百度靠谷歌被驱逐。而个别知名基金，全靠一个项目赚钱，其他项目都很烂。

上述公司，除了本身团队实力很强外，运气发挥的作用，可能才是决定成功最关键的因素。

二、运气 vs 实力的关系和连续性

运气是指偶然，随机性事件所产生的结果，例如买彩票。实力是指解决问题的能力，例如围棋、纯粹的套利投资（做 Pre-IPO 项目，能买进去就能赚，考验获取项目的能力）。

风险投资和创业都是运气占很大重比例的活动。如果我们把运气作为一个坐标，那么 VC 投资偏左，PE 投资偏右，越早期越靠运气。

VC 投资虽然很大程度上依靠判断项目的能力，但最终决定成事的还是运气。PE 投资更多

考验的是拿项目的能力，因为如果一家企业已经非常接近上市了，也不需要太多的判断了。

创业本身是一个运气和实力的连续体，可能超过 50%的因素还是来自于运气。这听起来让人很不舒服，可能你付出了 100%的努力，依然得不到想要的结果，因为谁也不知道运气会倒向哪里，但事实就是如此。



三、普适公式

某投资人的真实平均回报 = 投资市场平均回报 + 运气因子系数 X （其管理的某只基金的真实回报 - 投资市场平均回报）

某企业的真实平均实力 = 企业市场平均资产回报率 + 运气因子系数 X （该企业某一年的真实资产回报率 - 企业市场平均资产回报率）

其中，市场平均回报率 = 基准比率 （简单说，在不需要特别聪明+努力，投这个行当能带来的平均回报）

- 运气因子系数 = 1，纯靠实力
- 运气因子系数 = 0，纯靠运气

四、如何提高成功率

人为主观能做的，是选好基准比率，做市场平均回报率高的事。

- 选择做基准比率高的事，如投赛道（好行业）、大市场、强需求、没有人干过的事情

■ 排除法，不去做基准比率低的事，如别人刚干过的事（直播、网红）、小市场、无关痛痒的需求（美容、按摩 020）（**心得：要把排除法用到极致**）

一些失败的案例，其实主要是由于基准比率低决定的。如马佳佳的泡否，叮咚小区，网上票务（2016 年总票房 457 亿，发行院线 10%，所以票务市场 45 亿封顶）。还要避免一些错，如在 BAT 虎视眈眈下，创业者选择垂直细分市场，这种想法也错，是基准比率低的事。要多学习别人失败的案例，而不是成功史。

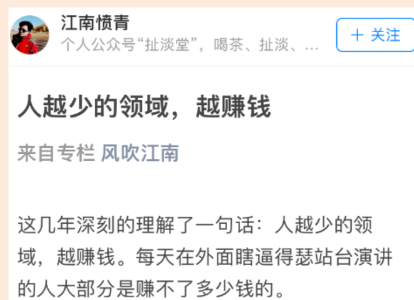
注意，基准比率高，有可能运气因子系数小。基准比率与运气因子系数成反比。这是高科技行业的规律，例如，早期大家在研究研究移动支付（基准比率高）的各种标准、技术、硬件 NFC 模块；最后是最没技术含量的扫二维码支付胜出。又例如，移动社交，很大的市场（基准比率高），很多人在做，但往往只有一两家能成功，概率很低，碰运气。

中国有古话：男怕入错行，女怕嫁错郎。说的就是这个意思，选择了基准比率低的行业或事情，大概率没前途。付出努力很多，回报很少。

阅读理解

如何理解用好排除法，避免做“别人刚干过的事”？曾国藩说过：“久利之事勿为,众争之地勿往”。江南愤青说过：“人越少的地方，越赚钱”。不同时代的两个人，表达方式不一样，但说的都是这个道理。

很多金融从业人员会抱怨竞争压力很大，主要是由于扎堆做同样工作的人太多引起的。



五、如何提高一次命中率？

前面解释了选好基准比率的重要性，是唯一人为主观能选择，可以通过努力而获取的。

运气是如此虚无缥缈、不可轻易捕捉东西，怎么提高成功率和一次命中率呢？简单来说，就是抓住偶然的一次机会，找到了一个好的切入口，把它的效果用到淋漓尽致。抓着第一次成

功，用路径依赖和马太效应让你的项目跑的越来越快。

- 路径依赖：前面发生的事决定后面发生的事，初始条件对后面影响很大。
- 马太效应：凡有的，还要加给他多余。没有的，连他所有的也要夺过来。最终结果是赢家通吃，路也会越来越广。

简单说，就是选好基准比率大的事，尽量做大概率能成功的事情。然后多试，去碰运气。一旦小有所成，找到一个切入点，就要用好用足 “路径依赖+马太效应”，拼命的去建立优势，舍命狂奔。

回顾微信的成功，有 QQ 扎实的用户基础为支撑，借用手机通讯录匹配功能，巩固了优势。共享单车，OFO PK 摩拜，双方都在拼命融资，舍命狂奔。

故事

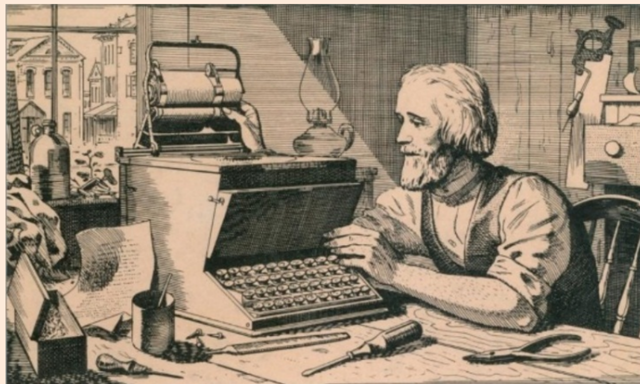
■ **路径依赖效应的经典案例 1 – QWERTY 键盘的起源**

美国人肖尔斯在 1868 年发明第一台打印机，使用 “铅字拉动杆”打出字母和字符。

最初键盘设计中，按键按字母顺序分两排进行布局的。但最常用字母（例如“TH”和“ST”等）的铅字拉动杆的位置靠得过近，因此当使用者以极快速度连续敲打这些字母时，按键就会卡住。

为了消除这种故障，肖尔斯对按键重新布局，为经常组合使用的字母按键留出了更大空间。这种调整让人们难以找到按键，因此无法快速效率打字。

这就是 QWERTY 键盘的起源。后面有人尝试更优键盘布局，但 QWERTY 已被广泛被使用，所以始终未成功。



■ **路径依赖效应的经典案例 2 – 铁轨间距**

现代铁路两条铁轨之间的标准距离是 1.49 米，为什么采用这个标准呢？原来，早期的铁路是由建电车的人所设计的，而 1.49 米正是电车所用的轮距标准。那么，电车的标准又是从哪里来的呢？最先造电车的人以前是造马车的，所以电车的标准是沿用马车的轮距标准。马车又为什么要用这个轮距标准呢？因为古罗马人军队战车的宽度就是 1.49 米。罗马人为什么以 1.49 米为战车的轮距宽度呢？原因很简单，这是牵引一辆战车的两匹马屁股的宽度。

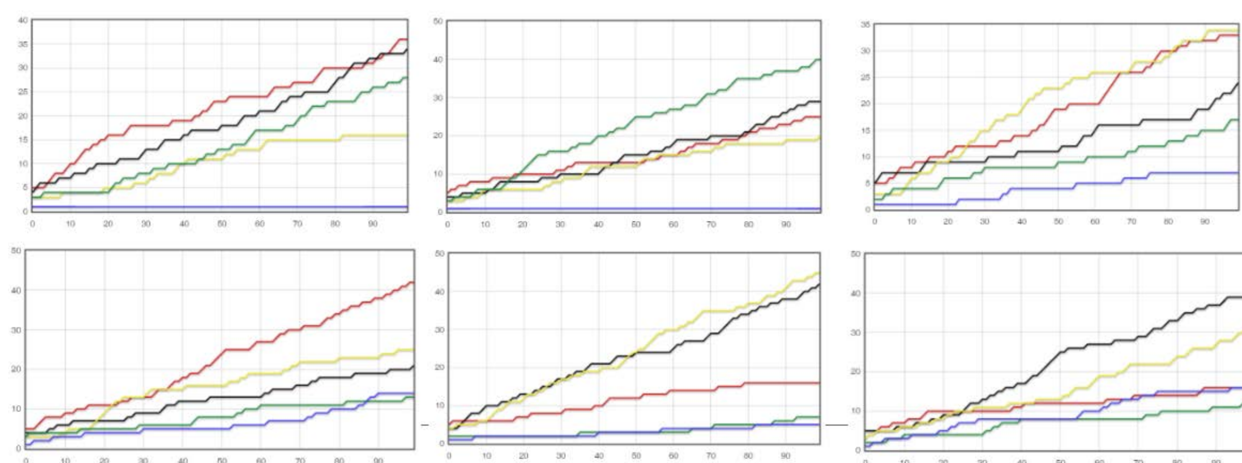
有趣的是，美国航天飞机燃料箱的两旁有两个火箭推进器，因为这些推进器造好之后要用火车运送，路上又要通过一些隧道，而这些隧道的宽度只比火车轨道宽一点，因此火箭助推器的宽度由铁轨的宽度所决定。所以，今天世界上最先进的运输系统的设计，在两千年前便由两匹马的屁股宽度决定了。

科普 - 波利亚罐子模型（证明路径依赖效应+马太效应的存在）

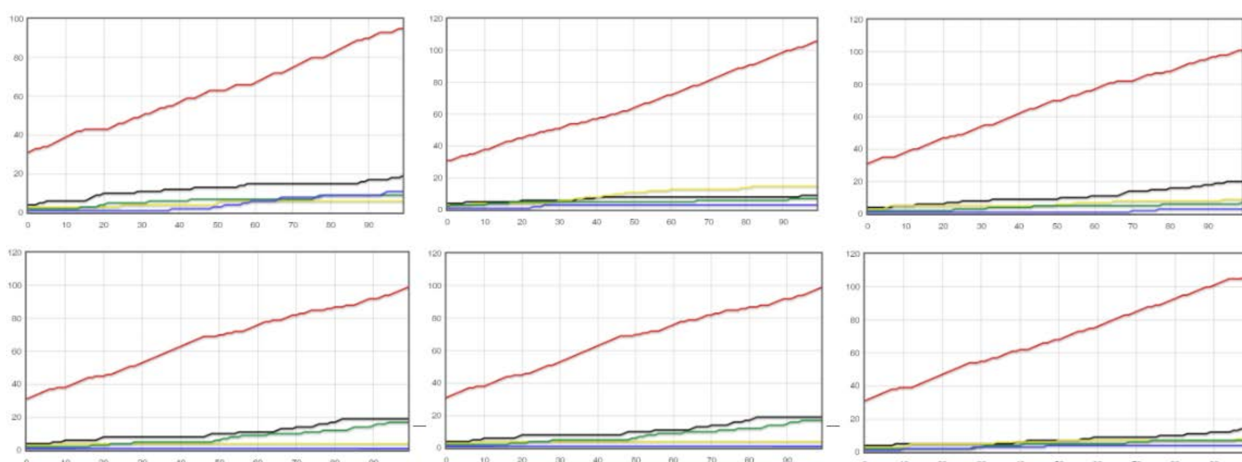
我们可以通过一个数学游戏来证明，路径依赖+马太效应存在，且对成功概率的影响很大。

一个罐子中有五个红球，四个黑球，三个黄球，两个绿球，一个蓝球。先随便抓取一个球，如红球，然后放回罐子，并再多放回一个红球。模拟网站见 www.success-equation.com/urn.html，大家可以去玩玩。

模拟情况 1：5 个红球，4 个黑球，3 个黄球，2 个绿球，1 个蓝球，测试六次的结果图



模拟情况 2：30 个红球，4 个黑球，3 个黄球，2 个绿球，1 个蓝球，测试六次的结果图



这里解释下，为什么抓到红球后，有权利“再多放回一个红球”。因为，不管是下棋，还

是商业竞争。当你赢了一局后，你就有更多选择的权利和余地。

通过这个模拟，得出结论。

（1）竞争中开始就有利的一方（更好的家庭背景，更好的经营业绩），最终在竞争中胜出的概率会更高。模拟情况 1 中，前三名（5 个红球，4 个黑球，3 个黄球）的差距不能说太大，但比第五名（篮球）要好太多。

（2）根据模拟情况 1，如果一开始差距不是太大，轻度屌丝是有逆袭可能的。通过多次模拟，除了篮球外，其他颜色球都有较大概率，最终胜出。

（3）根据模拟情况 2，如果一开始差距实在太大，比如王思聪和普通人的差距。普通人是不可能胜出的。

（4）由于生命只有一次，所以每个人的结果只有一次。如果人生可以重复无数次，相信很多人的命运是可以改变的。

（5）我们很多时候努力的去争取机会，无非就是去争取中奖而已。

图：王思聪出生就有了 100 个红球，巨大的先发优势，普通人基本不可能超越。



图：纪录片《含泪活着》，强烈推荐看看。主人公丁尚彪一家，家境很不好，持有 1 个蓝球。但付出了异于常人的努力，独自在日本打工 15 年，为女儿赴美学医打好了基础。在父亲 1 个蓝球的基础上，女儿持有 3 个黄球，成功的概率向上倾斜。





生活感悟

对年轻人的借鉴，当前流传“社会分层说”、“拼爹说”、抱怨社会这那不公平。笔者认为 1）社会很公平；2）有些人只是懒，太着急，想的太多，做的太少，好像一毕业就应该标配房子 + 车子 + 体面工作；3）如果持有 3 个球或以上，恭喜，好好努力，大有机会；4）如不幸持有 2 个球或以下，更要拼命努力，至少为家人，准备好赢得 3 个球的基础。

六、利用好运气的方法

（一）利用好马太效应

切入点是运气因素占比较小的比重，是能够靠自己的能力去实现，一次命中的东西。找准切入点，以最快的速度，建立微弱先发优势，并随着时间的推移而加强。在临界点和转折期，通过小的累积性变化导致规模效应，规模效应的直接后果就是赢家通吃。

临界点和转折点：小的累积性变化导致的规模效应。例如，微信，阿里淘宝，初始条

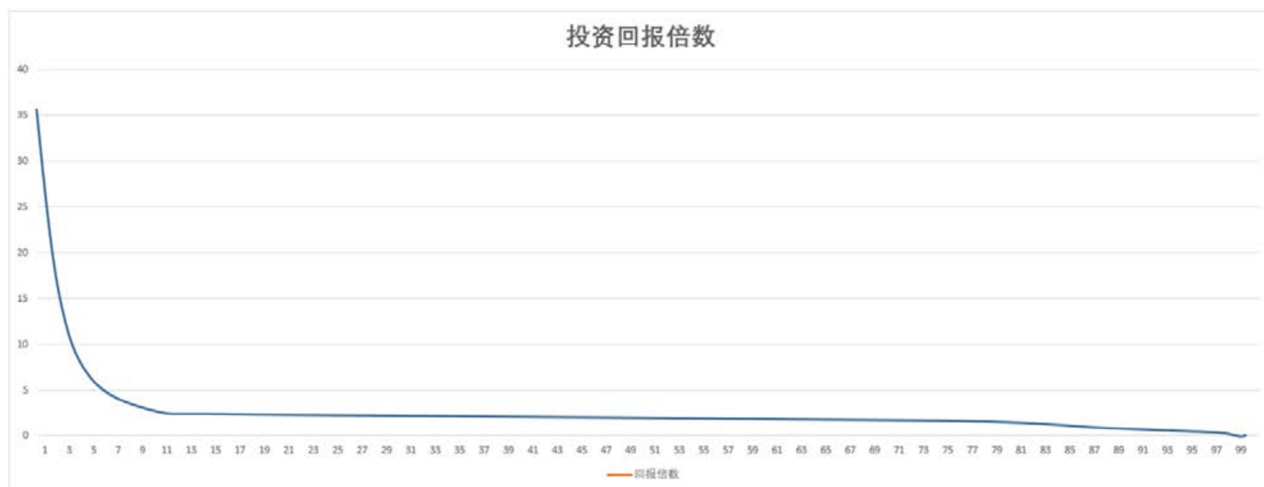
件，网络规模效应。映客、共享单车、滴滴，拼命融资，舍命狂奔。

基金行业的马太效应。某些基金抓住一个成功的项目，赚到越来越多的钱，并带来越来越多的好项目，最后投资领域越来越宽。

简单说，有了最开始的成功和成绩，就会有人来捧场+贴金，这是一种马太效应。要充分用好用足。这样也可以理解，为什么一些机构喜欢豪华装修办公室+豪车，伪装为成功的样子，来制造马太效应。英国人在统治古印度期间，曾说过一句话“If you want to be a ruler, firstly, you must look like a ruler”，英国统治者出行，喜欢坐着浮夸的轿子，招摇过市，来巩固马太效应。

图：100 家 VC 机构投资回报倍数的分布图

（一个好项目或开始，可以带来马太效应或好运气）



思考：如上分布图，即是基金的业绩，其实也是我们投资人的命运。我们怎么才能进入前 10%，成为胜利者。

（二）选好策略，遵守纪律

当一件事情充满变数，就关注过程。当投资的结果主要由运气决定，那就选好一个策

略，坚持到底。例如，21 点，手牌总点数 17 点时，不要再要牌，如果 16 点，对方超过 7 点，则一定要牌。

谁都知道智能锁比机械锁好用，有 GPS 比没有 GPS 好，ofo 降低技术成本为的是大规模铺满市场。一旦定下战术目标就一定要执行到底，否则中间变来变去，整个事就慢慢黄了。在此同时，融资进度得跟上。否则你铺不满一个城市可能就没钱了，这都得提前制定好策略。

投资不二心法（纪律）

- 排除法（做基准比率高的事，是不是有可能爆发，只做选好的行业）
- 对投资边界有清醒的认识，不为上一次成功冲昏头脑，做好迎接均值回归的准备（有人股票赚大钱后，直接销户，这就是纪律）
- 提前布局，趋势投资，赚趋势的钱。利用大众行为心理贪婪的时候，悄悄退出。

（三）削弱对方优势

如果你是最有希望胜出的那个，就简化比赛。如果你是处于劣势的一方，就让比赛变得更加复杂。例如，两军打仗，在同一战场 100 人 pk 70 人，弱方获胜的概率肯定比较低。但如果把 1 个战场拆分成 15 个战场，可以让弱方获胜概率提高 3 倍。联想到抗日战争，共军转移战线到农村 + 持久战，增加了战争的难度和复杂度，提高了胜算+概率。

大公司适合持续创新，比现有产品好一点点，容易成功，如日本汽车（日本车轻巧 vs 美国车厚重）。大公司的小团队，很难成功。大公司，独立子公司，有可能成功，如微信张小龙团队。小公司适合颠覆式创新，全新的商业模式，技术，产品，容易成功。

因此，创业的机会永远存在，不要怕 BAT。

哪些是 BAT 的软肋？ 无暇顾及，看不上的，low 的，放弃的领域（等于增加了战场数

量 + 复杂度)。例如年轻人的需求 –90 后 4 线城市流行的社交 APP 快手。避免正面冲突，例如优速快递 2 到 100 公斤的工厂件，企业件，电商大包，个人大包。

备注:环保行业典型的设置招投标条件,就是增加比赛的复杂度,增加小公司的胜算。

（四）均值回归。

在运气占很大比重的事，一次结果远远超过平均值，下次的结果会向平均值靠近。过去的辉煌，并不能确保今后保持良好的业绩。所以，投了映客，就不再投直播和网红；投了 OFO 就不再投其它共享单车，上帝不会老是在同一件事上眷顾你。

再举个例子，散户炒股就是运气占很大比例的事。如撞大运赚了很多钱，如不及时收手，收益大概率会回撤。 有极个别人很聪明，2015 年赚钱后，直接销户。

在实力占很大比重的事，均值并不会回归，如下棋和考试，均值回归极小；例如围棋高手 vs 普通人，下多少次都会赢。

而当两个人实力相当，最终输赢结果看运气。

均值回归的案例很多，1）比人群平均身高高很多的父亲，其儿子更接近同龄人平均身高；2）一星和五星级基金中，只有不到一半连年保持同一评级；3）三星级基金中，绝大多数可以保持同一排名。

最后，要注意均值本身也在不断变化。就长期而言，我们都会死掉。而我们却只能生活在短期的趋势中。我们并非有时间等到均值回归那天发生。所以，要灵活看待均值回归现象，仅将其视为一种思考方式，而不是信仰。纯粹依靠均值回归来预测未来并非总是那个可靠。

第七章　投资中的心理学

研究人性可以理解需求。可以多一个角度，从心理学看投资。有时，该手册的很多内容和观点不仅限于投资，而是如何把自己变得更好。

一、奖励和惩罚机制引起的偏见

案例 1：联邦快递的核心是保证货物按时送达。开始，员工加班可赚更多收入，但无法很好完成工作，快递延误率高。后来，改为按照班次支付薪水，装货完成可提前回家。问题就解决了。

案例 2：施乐公司发现新机器卖不过性能低下的旧机器，因为公司和销售员签订的销售提成协议，旧机器比新机器提成要高。

案例 3：新东方教育早期对老师采用“提成工资制”，和计件性质一样，和薪水挂钩。创业早期有效果，但随竞争加剧和客户要求变高，这种方法效果变差，变成了 “毒奶”，业绩大幅滑坡。2015 年开始改为对教书质量、讲师水平和客户满意度考核，来决定薪酬，效果显著。海底捞也同样性质。

激励机制有缺陷，定义不对，会造成 “他们假装给薪水，我们假装在工作”的不良现象，早期苏联共产党的激励体制就很烂，崩溃收场。因为，人的本性是“谁给我面包吃，我就给谁唱歌”，或土话“有奶便是娘”。

激励机制的一个常见后果是，人倾向于钻各种制度的空子。在这方面，人们往往会充满创意，把钻空子的智慧发挥到极致。所以，制度设计要注意，尽量避免奖励容易作假的事。早期 Uber + 滴滴很多司机都在骗取刷单。

工作人员 态度差

工作人员服务态度差,让人民受气

现在的工作人员服务态度极差,说话像骂人,一副不耐烦的样子,尤其那些上了年纪的人,自以为资格老了,办点...

https://bbs.wjdaily... 2016年8月16日

相关搜索

工作人员态度差 | 站工作人员态度差

站工作人员态度差 | 工作人员态度差怎...

人员态度差投诉信 | 区社区工作人员态...

观察

错误的奖励和惩罚机制，会诱发人性不好的一面。为什么很多单位的工作人员，对待客户的态度这么差，即使客户需支付费用？

原因很简单，因为他们的客户“**另有其人**”。

二、喜爱倾向

人类会天生喜欢和热爱对他好的人，终身都会渴望得到许多和他毫无关系的他人的怜惜和欣赏。喜欢会引发倾慕，反之亦然。可能会造成极端后果或毁灭。这会有几个现实意义：

（1）忽略其热爱对象的缺点，对其百依百顺；

（2）偏爱那些能联想起对象的人、事、物品；

（3）为了爱扭曲事实；

积极的意义是，例如，找值得尊重和有思想的同事共事，能发挥榜样作用，得到非常好的效果。以我自己为例，曾碰到过几个非常不错的同事，体会是：“当和他一起工作时，我对自己的要求和标准会本能的提高到一个很高的标准”。

三、讨厌倾向

人会天生的讨厌对他很坏的人。就家庭而言，常看到这样的情况，一、有的人憎恨自己的兄弟姐妹，只要能负担得起生活费用，他会不停的起诉他们；二、穷人和富人的主要区别是，富人能够一辈子起诉他们的亲戚。

（1）忽然讨厌对象的优点。

（2）讨厌那些能联系其对象的人、事、物品。

（3）为了仇恨扭曲事实。

四、避免怀疑倾向（快速判断）

人类倾向尽快作出判断和决定，来消除疑惑。这和生物进化有关，古代动物在受到威胁时，必须快速做决定，该战斗或逃跑。当困惑和压力越大时，更容易引发这种倾向。

所以，包括投资、法官等很多职业，要避免这种倾向，不能立刻做出判断，而是经过缜密的思考。推荐图书《思考快与慢》。

五、避免不一致性倾向（思想顽固）

为节约运算空间，人类大脑会不愿意做出改变，维持现状。所以，1）改变坏习惯很难；2）预防一种习惯的养成，要比改变他容易很多。

典型结果是，人会倾向保留以前的结论，忠诚度、身份、社会认可的角色。当避免怀疑倾向（快速判断） + 避免不一致（思想顽固）倾向相结合，容易出现大量认知错误，积累僵化的结论和态度。

为了避免这种错，法官必须聆听辩方的长篇大论，这有助于犯“第一结论偏见”的错误。

正确的教育和广泛的阅读，可以摧毁因为拒绝改变倾向引起的认知错误。很多新思想很难被接受，不是因为本身太复杂，而是因为与原旧思想不一致。因此，唯有新的一代成长起来，较少受到旧理论毒害的他们才能接受新理论。

往大处说，获取原有思想或社会认同的成本越高，这种倾向越强。例如，庄严的结婚典礼仪式、黑手党的投名状等，都能强化某种关系。

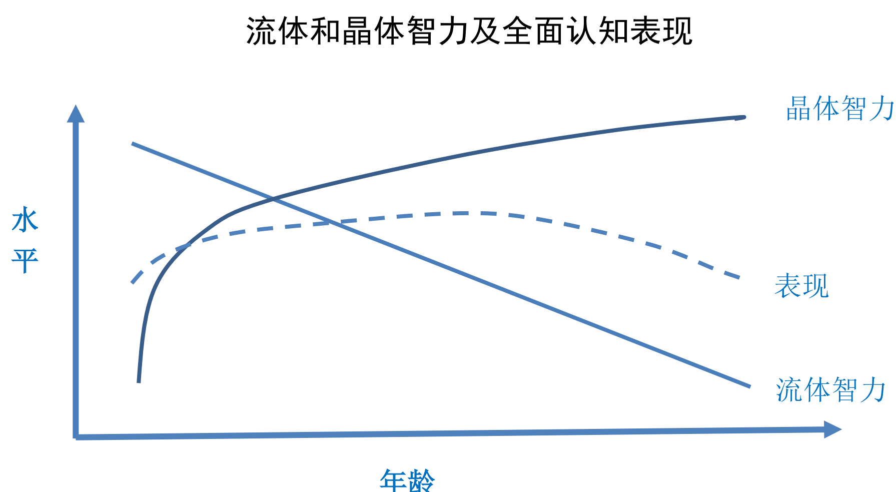
往小处说，在社会关系中，敲不开大门，可以试着敲小门。1）比如送礼，有时第一次送

人贵重礼物，由于戒备心，别人是不肯收的。可以通过送不值钱的小礼，找到突破口；2）同样求人帮忙，据说早年富兰克林为得到某重要人物的垂青，经常请那个人帮他一些无关紧要的小忙，比如借一本书。此后，那个大人物就更加欣赏和信任富兰克林了，因为不值得信任的富兰克林与他借书的行为和暗示并不一致。

六、好奇心倾向

人是最有好奇心的动物。好的教育可以增强人的好奇心，进而防止或减少其他心理倾向造成的糟糕后果，并得到很多乐趣和智慧。我个人认为，保持年轻的方法，是保持好奇心。

40-45 岁是投资的最佳年龄。此时，流体智力（生来就有的智力能力，20 岁到达顶峰，此后每年衰减 1%）和晶体智力（通过掌握社会文化和经验而获得的智力，缓慢增长）刚好达到顶峰，是投资判断和认知能力最强的年龄。当然也有例外，巴菲特和芒格就是例外。经验是资产也是负债。好奇心和经验之间找平衡，才能抓住新的潮流。



七、羡慕/妒忌倾向

兄弟姐妹之间的妒忌非常明显，而且儿童往往比成年更容易妒忌自己的兄弟姐妹。巴菲特常说，驱动这个世界进步的不是贪婪，而是妒忌。

八、回馈倾向

人类有以德报德，以牙还牙的倾向。婚姻生活如没有回馈倾向，会丧失大部分魅力。当回馈倾向+激励机制+避免不一致倾向相结合，会有好的结果 1）在履行交易中做出承诺，并忠于对方的承诺；2）专业人士信守职责，做出正确的行为。

而路怒症的行为，可以看出任人们之间的敌意也能非常极端。化解过激敌意的方法是，人们可以延迟自己的反映。例如，你想骂人，你可以留到明天再骂。相信可以减少很多恩怨。

客户给采购人员提供小恩小惠的回馈，往往会给雇主带来不利。所以，很多大型零售商、会计师事务所、政府都是严禁收取客户任何礼品的。

另一种是非理性的回馈式让步。水门事件中，有个下属曾提议美国司法部长使用妓女和豪华游艇的手段去公关，得到上司拒绝后，下属做出让步，要求用偷听的方法，得到了默许。这种潜意识的回馈倾向，巧妙的导致了一些错。

九、受简单联想影响的倾向

人类的条件反射可由简单的联想引发。例如，1）价格最高的那种质量最好；2）Zara 和优衣库会用漂亮模特做广告；3）中国传统观念中，数字 6 和 8 代表财富，代表 4 不吉利；

有的东西碰巧让人联想到起他从前的成功或失败。为了避免过去的成功或失败，而做一些蠢事，对策是：

1）谨慎看待以往每一次成功，找出其中偶然和必然的因素，避免受这些因素误导。

2）看看新的行动将会遇到哪些，以往成功经验中没出现的因素

在婚姻中，富兰克林认为：“结婚前要睁大眼睛看清楚，结婚后要睁一只眼，闭一只眼”。芒格更希望是：“实事求是看清现实，可还是去爱”

憎恨和讨厌引起的简单联想倾向，会乏低竞争对手的能力和品德，是一种错误的做法。在工作中，坏消息传递者很不受欢迎，也容易让一些人生活中谎言中。巴菲特的习惯是：“有坏消息立刻报告，有好消息可以等待”

十、自视过高的倾向

人类会错误高估自己、偏爱那些和自己相似的人，包括自己的配偶、小孩。

例如，以赌博或买彩票为例，如果号码是随机分布的，下注就会比较小，如是自己选的，下注就会比较多。很多基金经理，都喜欢采用主动出击的策略，选择心意的股票频繁操作，认为可以战胜市场。

自视过高会导致很多错误，例如雇主会高估面试的价值。预防对策是看轻面试的印象，看重求职者以往的业绩。

好处还是有的，自视过高也能促成某些离奇的成功。

十一、过度自信和乐观倾向

人们往往对自己的信念和能力过于自信、对未来的评估过于乐观。特别当人们做的非常好时。

有实验表明，大多数车主认为自己的驾驶水平比其他人要高。他们一般认为自己未来很美好，会事业有成、婚姻幸福、身体健康，而他们的同学嗜酒成瘾、身患疾病、婚姻破裂、遭遇各种不顺的可能性比自己大的多。

这种过度自信倾向在投资者中表现尤为强烈。投资者往往更会夸大自己的技能技巧，更否认机会运气的作用。他们会高估自己的知识水平，低估有关风险，夸大控制事态的能力。

另外，一般而言，男性表现出的过度自信比女性多得多，尤其在投资领域。很多人错误的确信自己能战胜市场。结果，他们会过度投机，过度交易。而统计学表明，个人投资者交易越多，投资表现也越差。

甚至，投资者过度自信有能力预测公司的未来增长性，这导致所谓成长性股票普遍具有高估的倾向。

解决愚蠢的乐观主义的正确方法是通过学习，习惯性的使用概率和均值回归理论。例如，统计表明，最优秀基金的长期收益，也才 20%多（巴菲特 53 年复合增长 21.23%，Ray Dialio 25 年 15%，A 股 28 年约 11%，美股 200 年才 7%）。如果你某年投资收益高达上百，就要有迎接均值回归现象的准备。



见闻：笔者于 2018 年 3 月，在上海人民广场地铁站看到该广告。汇添富基金声称 5 年收益率 184.98%，折合年化 22.5%。比巴菲特还多 1.27%。很多统计表明，如果把时间拉很长，绝大多数主动基金都无法战胜指数。但无论市场好坏，基金公司几个点的管理费，是必赚的。

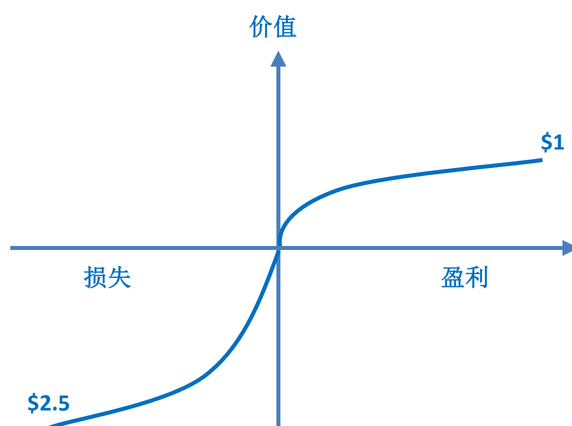
十二、损失厌恶

人们的选择是由他们对得与失、损与益赋予的价值所驱动的。对于合乎意愿的收益来说，等值损失被认为令人厌恶的多。

一个人从十美元得到的快乐分量，并不等于失去十美元带来的痛苦分量。失去造成的伤害

比得到带来的快乐多得多。通过一些实验证明，损失令人厌恶的程度约 2.5 倍于等值收益希望拥有的程度。换言之，损失 1 美元的痛苦是获得 1 美元快乐的 2.5 倍。

禀赋效应对此解释，人天生不喜欢损失，那是记录在基因中的。从进化的角度，大多数动物都处于生存的边缘，得或失的压力完全不同，失去一天的食物可能会致死，但多得到一天的食物并不会延长一天的生命。



因此经常人会小题大做而惹来麻烦，对眼前的损失斤斤计较。例如，即使家庭殷实，也会因为丢了 100 元而不开心。

然而，有意思的是，个人在面临损失确定的局面时，极有可能放手一搏。似乎表现出了追求风险的行为。例如，赌徒输钱后急于扳平，容易输得越多。更会冒风险去博。又例如，一个人会耗尽他所有的优质资产，只为去挽救一个已经变得很糟糕的投资项目。

前景理论对此解释，大多数人在面临获得（好结果）时风险规避（到手重要）。在面临损失（负面结果）时风险偏爱（不损失更重要）。

损失分为两种，一种是损失已有的好处，另一种是损失即将拥有的好处。

人在失去财产、爱情、友情、势力范围、机会、身份或者其他任何有价值的东西时，通常会做出不理性的激烈反应。

十三、社会认同倾向

一个人自动依照观察到周围人们的思考方式和行动方式去思考和行动，把一个原本很复杂的行为进行简化。这种从众的做法往往是有效的。例如，你去陌生城市看足球比赛，跟着街道上的人流走是最有效的方法。

年轻人最尊重的是他们的同龄人，而不是他们的父母或者其他成年人。所以对于父母来说，与其教育子女，不如控制他们交往朋友的质量，后者是更明智的做法。

人感到困惑或有压力时，最易受社会认同倾向影响。所以卑鄙的传销机构，会让猎物进入密闭和充满压力的环境。

由于好行为和坏行都会通过社会认同倾传播，所以 1）在坏行为传播之前阻止它；2）倡导和展现所有的好行为。

在投资中，容易出现对热门板块的集体追捧和扎堆。即使看穿本质，发现行业不好，由于社会认同倾向，很多投资人不会轻易公开表态。典型的是 2013-2015 年的 O2O，互联网思维忽悠项目，投资人问创业者商业模式，创业者反问投资人你不懂 90 后，不懂互联网思维。

十四、比对错误反应倾向

由于人类的神经系统并不是精密的科学仪器，这种认知倾向造成的破坏力更大。

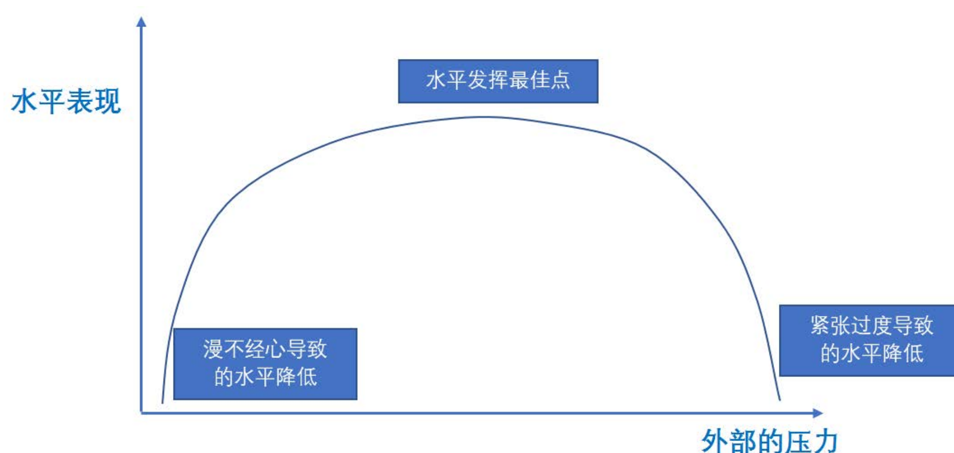
小错举例，花一千美元高价买皮质仪表盘，仅仅因为这比买车十万美元相比低很多。大错举例，女生很优秀，他的父母很糟糕。最终她嫁给一个只比他父母相比还算不错的男人。

房产经纪人常会引诱客户看三套十分糟糕还贵的房子，最后看条件一般，价格稍贵的房子，这样容易成交。

在前后比对度细微的变化误导之下，人们经常无法认识到通往终点的趋势。

十五、压力影响倾向

轻微的压力能够轻微的改善人们的表现，比如说在考试中。而沉重的压力则会引发彻底失调。



十六、权威错误影响倾向

人类会有自动追随重要人物的倾向，这有时会导致一些错。在飞行模拟训练中，副机长必须学会忽略机长某些真正愚蠢的命令，因为机长有时会犯严重的错误，导致机毁人亡。

选择将权力交给谁时要很慎重，因为权威人物一旦上台，将会得到权威错误影响倾向的帮助，那就很难被推翻。

个人体会是，投资人要有强烈的主人翁意识。比如做项目投资和判断，不应太过依赖上级的想法和意见，而要有自己的判断。认为是个好事情或项目，主动找到买点和理由，据理力争。

十七、因果关系，归因谬误

VC 项目成功，80%靠运气。所以总结经验不一定靠谱，总结的可能是错误的经验。而人喜欢编故事，把两个不相干的事，撮在一起。例如，滴滴成功靠高举高打，互联网思维，其实不一定。上市成功可能是偶然事件，是运气。

连续创业，喜欢和擅长从教训中总结经验，但经验有可能是错的。人倾向习惯性的忽略外部环境的因素。

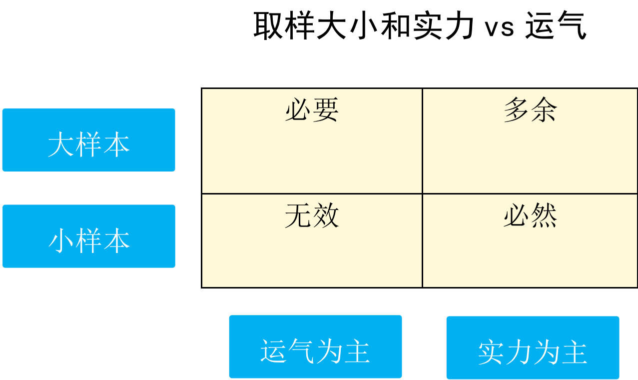
BAT，华为，名校创业系是否更容易成功？未必，注意统计的偏见。大家喜欢总结成功的故事，而失败的很少去统计和提及。同时，样本太小，结论不可靠。

误区还包括，为均值回归寻找理由（并不存在的因果关系）。1）成功企业 + 创业者 + 投资人的经验和参考价值可能并不大，如 BAT；2）成功案例没有多少借鉴价值，失败案例才重要。多读历史，尤其是失败的历史；3）迷信直觉和专家判断，迷信就等于停止思考。历史上失败，未来不一定失败，因为适用情况 + 运气不一样。

十八、样本足够小，出来的结果是畸形的

注意样本大小的重要性。当连续体从右向左移动，运气占的比重越大，要通过大量样本才能看出实力的作用，才能明白实力是保证长远的关系。投的项目太少，成功或失败不能说明问题。评价基金和投资人，要看多只基金的业绩，老基金的业绩更值得参考。所以，投资人要多投项目，多训练，培养实力。

大样本比小样本更精确。小样本比大样本产生极端结果的概率大。



十九、注意力锚定

人们在对某一未知量的价值进行评估之前，总会事先对这个量进行一番参考，此时锚定效应就会发生。

常见错误

（1）例如投资中，把不同类型项目的估值进行比较。第一个项目估值 8 千万，另外一个开价 2 亿。两个项目没可比性，但很多人会认为第二个项目太贵了，因为他锚定在了 8 千万估值的项目；

（2）生活中的锚定，往年给 500 元红包，今年给少了 200 元，对方反而容易生气。他已把预期锚定在了 500 元。

（3）婚姻中的锚定杀伤力最大。一个十分优秀的姑娘，在择偶时可能会错误的锚定在条件很差的父母，导致错误的找了一个仅比父母稍微好一点的丈夫。

二十、过分看重最近的情况

看眼前的问题，往往看着会比实际的要大。我们容易高估了眼前发生的事，且低估了未来会发生的事

二十一、框架效应

即使面对同一问题，随着问题表达方式的不同，人们的最终选择会不一样。

例如，当听到有人掉河里了，大家可能会去救。但听到有个“吝啬鬼”掉河里了，大概率不去救。创业成功可能性为30%的说法，要比创业失败概率为70%更令人安心。学生获得学校的“学习津贴”时，更容易拿去消费。当拿到“学费退款”，更倾向于储蓄。如果政府希望民众增加消费，应给予“税收红利”，而不是“退税款”。即使实质上是一回事。

一般而言，框架效应随着年龄增长而增强。

二十二、标签效应

投资领域标签化。消费升级、020、共享经济，这种标签很不好，会限制思维，并赋予了不对的属性，误导判断。要关注这个事本身内在的逻辑。

举例，Apple 首席设计师 Jony Ive 说过：当我们想设计 BOX 的时候，我们首先不能去想 BOX，不然就会真的变成一个 BOX。Ive 其实是指贴标签化的问题，会限制创造的能力。

同理，很多人反感写报告，为什么？报告两字让人联想到：肯定有厚度 + 15 页以上 + 格式要求 + 看着很专业 + 阅读起来不是享受的过程。不单写的人这么认为，看的人也这样认为。而且双方都会往这个方向去想，为了避免风险。其实，报告的核心观点，一般不会超过 1-2 页。

二十三、心理账户

人们在心里无意识地把财富发挥不同的账户进行管理，不同的心理账户有不同的记账方式和心理运算规则。

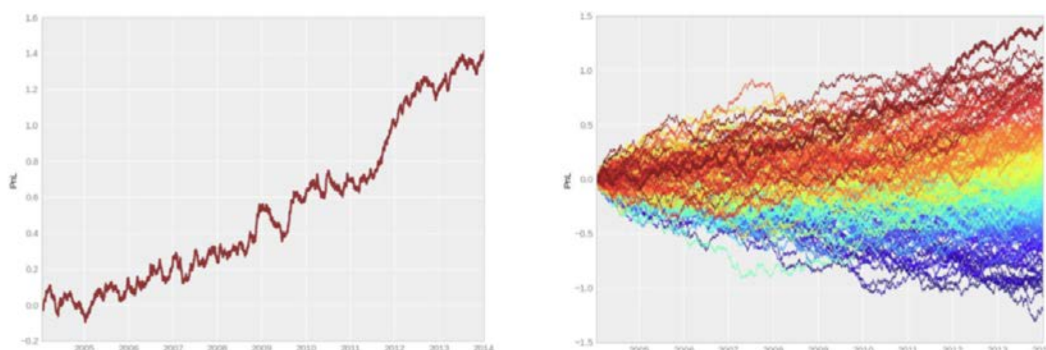
例如，准备去看电影，先遗失一张 100 元电影票，算了，不会再买第二张。但换做在买电影票前，丢了 100 元钱，就很可能还会买电影票。

给自己买礼物和给朋友买礼物，出手大方程度不一样。因为他们在不同的心理账户。

二十四、错把杂音变信号

当尝试的交易次数足够多，任何情况都可能发生。尝试次数足够多，会产生耦合效应，看似可以通过规律或公式解释的现象，其实只是随机产生的结果而已。

左图（表象）：一个非常不错的交易策略。没有大的回撤，投资人可以获得稳定的回报。
右图（真相）：这只是 200 次随机交易中表象最好的一个而已。



二十五、判断偏差

很多投资者，他们确信有能力“控制”自己的投资结果。K 线图爱好者尤其如此，他们深信通过查看过去的走势就能预测未来。

抛开股市长期向上的趋势不谈，连续出现股票收益过高的情形并不会持久，这之后的未来收益一般而言会走低。均值回归总是存在。然后在每个时代，人民典型的普遍看法却是，异乎寻常的好行情总会更好，非同一般的低迷行情总会更低迷。

正是这种错觉，可能引导大家看见实际上根本不存在的趋势，或相信能够发现某个将预测未来股价的股价运行模式。虽然大家千辛万苦，梳理各种形式的可预测性，但股价走势却非常接近于随机漫步，未来股价变动与过去的股价变动之间实质上并不相关。

判断偏差会因人们具有某种倾向而得到强化，人们因此错误地用“相似性”或“代表性”来代替合理的概率学思考。所以，我们应该将“代表性”与基础比率（各类情况占样本总量的百分比）结合起来考虑。例如，如果我们见到某个看起像犯罪分子时，在评估可能性前，我们也应该知道犯罪分子在总人群中的统计比例。



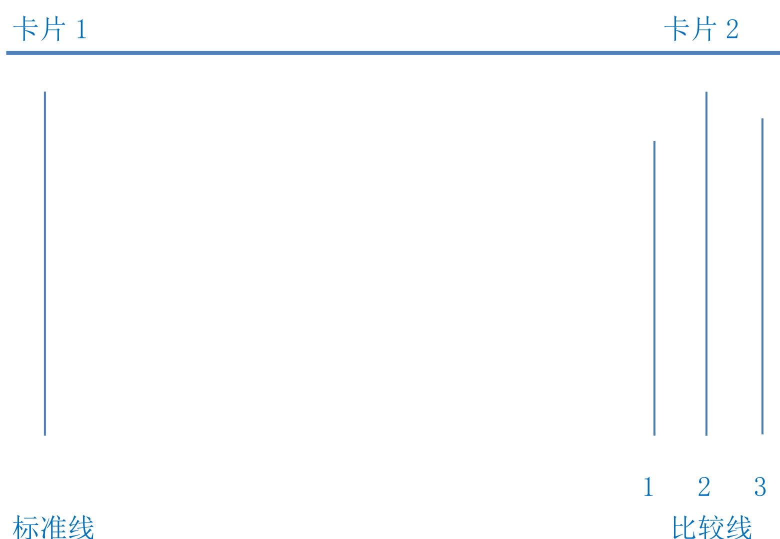
见闻

某微信投资群，这种趋势预测很常见，K 线分析爱好者搞了上百年了，并无卵用。

二十六、羊群效应

群体中的个体有时会相互影响，从而更加相信某个不正确的观点“实际上”是正确的。2000 年初，对互联网盈利前景所作出的过度乐观和疯狂的群体预期，都是病态群体行为的佐证。

有个著名试验，即使一个儿童都能正确回答。问下图左边标准线，与右边哪一个比较线长度相等。但当给实验加上一个“恶毒”的变化，在实验中，动员前 6 个实验对象，让他们故意给出错误的答案，第 7 个实验对象还没来得及说出自己的意见，就给出了错误的答案。实验表明，即使明知自己的答案不正确，社会压力也会迫使他们选错的直线。



他人的错误，真的会影响一个人对外部世界的感知。1999-2000 年的互联网泡沫提供了一个经典案例，说明不正确的投资判断会引导人们集体走向疯狂。经济历史学家 Charles Kindleberger 说过：“没什么能比看到朋友发财赚钱，更能打破自己舒适安康的心境，打乱自己的判断了”。

二十七、代表性启发和基率谬误

当面对不确定性的事件，我们往往根据其与过去经验的相似程度来进行判断或预测。

举例，在地铁上看到一个男士非常安静，他一直在看书，让人联想到他很可能具有大学及以上学历。但事实是本科学历人口在统计上，只占中国人口基数的 7%。所以这个联想虽然符合直觉，但不符合基率。

二十八、杂谈

➢ 人性投资法则

从“原始丰饶”中寻找灵感。原始丰饶什么？是人性，是习惯。多研究用户的需求，屏蔽不相干的噪音（错误标签+错误经验）。向 90+00 后学习，因为他们尚未被概念和标签污染。

如何发掘真实的用户需求，或下一个明星项目？寻找原始丰饶，非常自然的需求，最底层的需求，未经雕琢。人基本的属性，心理的需求能得到满足。很多新的东西，可以在历史里面找到暗示。

（1）多巴胺的作用，第一眼好印象，先入为主的好情绪。即使有小缺陷，也有没大问题。
（2）科技与艺术的结合。非常美
（3）解决孤独。互联网可以给人价值认同。
（4）产品设计维度。产品要轻松+简单+易得性，简化注册流程。2-3 部就能完成流程。关注次日留存率，代表了用户的感觉好坏。

总结：
（1）用户关注直觉、应用性、直观
（2）投资人不能这样，要更加理性，要 think twice
（3）市场很火的时间，趋势就差不多到顶了。贪婪 PK 恐惧
（4）批判精神 vs 好奇心。批判精神让人停止思考，不太去接受新鲜事物，对 VC 更加有害。如何培养好奇心？多和 90 后 00 后在一起。

➢ 趋势投资

赚大钱靠趋势。而不是日常努力工作。例如，改革开放随便倒买倒卖能赚钱，2000 年后随便买房能赚钱，2003-2007 年随便买股票能赚钱。中国有古话“时势造英雄”，有时候赚钱不是因为你厉害，而是趋势的力量。

做 VC，就是要赌风口，在风起前半年到一年进去。找能在互联网留下印记的风口，而不是一阵风。

趋势是随机的，没法预测，只能去闻。

生活感悟：北京的投资圈特别有气氛，仪式感强，喜欢抱团，特别是清华产业的各大平台公司。这种感觉相信在其他城市并不多见。

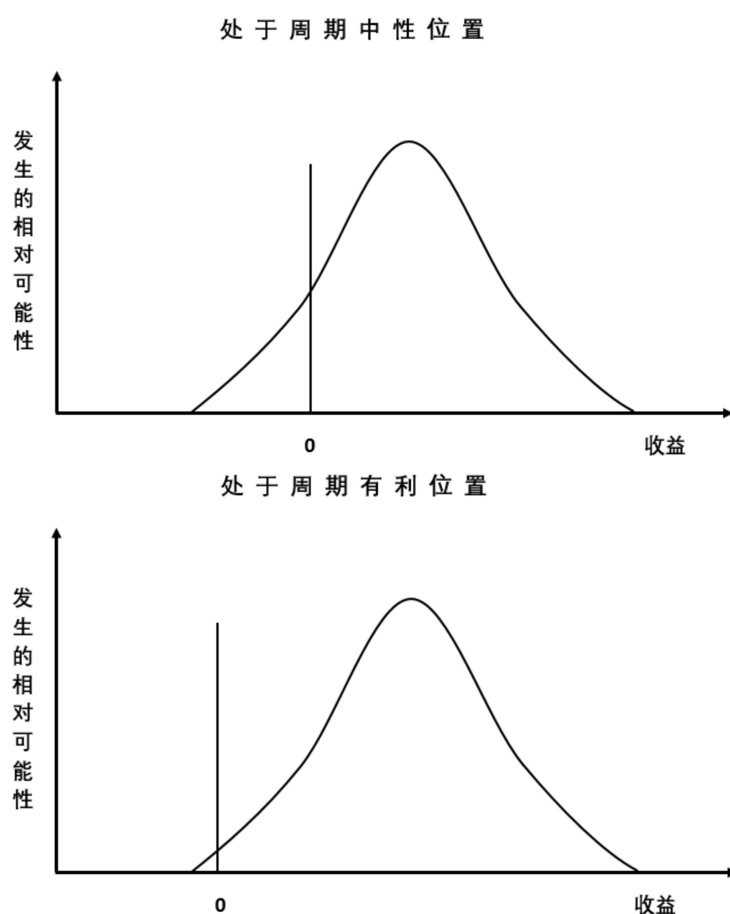
第八章　投资中的周期

市面上谈论周期的书太多了，绝大多数难以理解，实用性差，直到阅读了霍华德·马克斯的《周期》。本章整理了最核心之内容。如何识别当期周期的位置、评估周期将来的趋势、和应对周期做好组合布局。

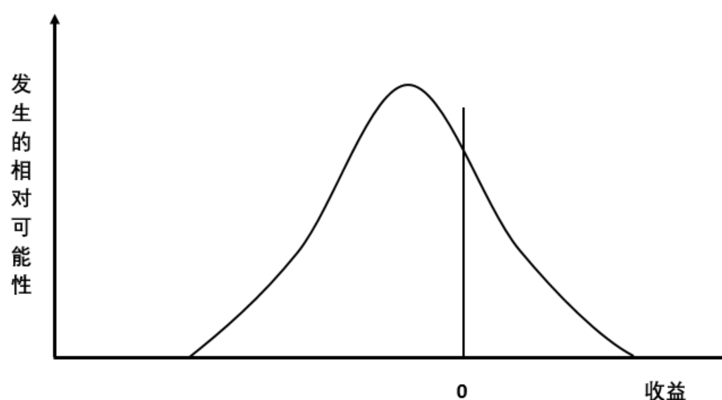
一、为什么投资要研究周期

我们在周期上所处的位置，决定了我们投资的赢面和输面。我们在周期上所处的位置发生变化，赢面就会变化。如果不能相应改变其投资占位，面对周期就会消极被动。

我们根本无法知道未来“宏观面”会如何。所以，应把未来看作是一些列由概率构成的区间，这些概率最好能基于各个事件所发生的可能性进行分析，从而把未来看作一个概率分布。



处 于 周 期 危 险 顶 部 位 置

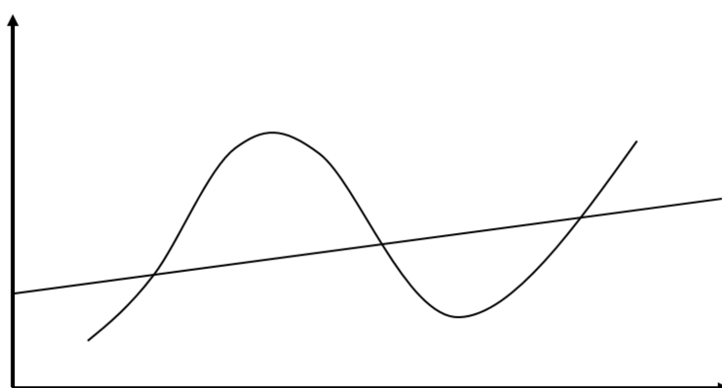


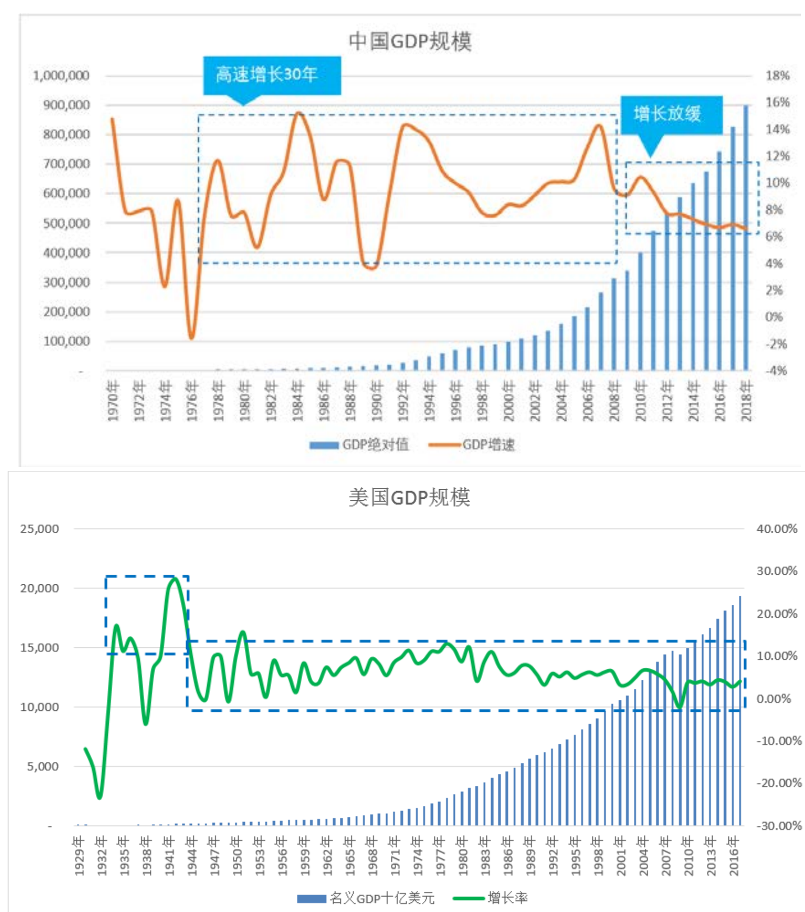
经济、企业、市场的表现在短期内受到多种因素影响，其中受到人为因素的影响特别大。周围环境发生变化，人的行为肯定会发生变化。但有时候，尽管环境没有发生变化，人的行为也会发生变化。

我们不能说周期有明确的起点或终点，界定一个周期的起点极其困难。但基本运动模式是，从高点或低点摆回到中心点，但从来不会停留在中心点。周期会继续移动下去，经过中心点，移向另一个相反的极端。Mark Twain 说过，“历史不会重演细节，过程却会重复相似”。

周期波动震荡所围绕的中心点是长期趋势上的一点。例如，一个国家的 GDP，中国过去 40 年的长期趋势是年平均增长率约为 10%上下。但要注意，长期增长率本身也有一个周期，只是这个周期更长，更加平缓。

周 期 走 势 图





数据：World Bank

在周期存续期间发生的这些事件，不应该被看作一个事件接着一个事件地发生，而应该被看作一个事件引发下一个事件，因果关系远大于先后顺序。

要注意各种周期之间的因果关系，周期包括一系列事件，每个事件都会引发后续的事件，前是因，后是果。经济周期会影响企业盈利周期，企业盈利周期会影响盈利数据，盈利数据会影响投资人的态度，投资人的心态周期又会影响到市场波动，市场波动又会影响到信贷的宽松程度，而信贷周期又会影响经济、企业、市场。

要理解周期事件之间的因果关系很不容易，不同周期之间互相交叉影响。

最后，一些周期的杂谈：

（1）周期是必然的，即使隔段时间就有人说，这次不一样了。

（2）投资人记不住过去的事，进一步加强了周期的影响力。

（3）周期能回调，进行自我纠正。周期运行方向反转并非完全取决于外部因素。

（4）从统计数据看，周期的上行和下行阶段相当对称。

二、经济周期

长期经济趋势

经济周期是企业和市场周期的基础。

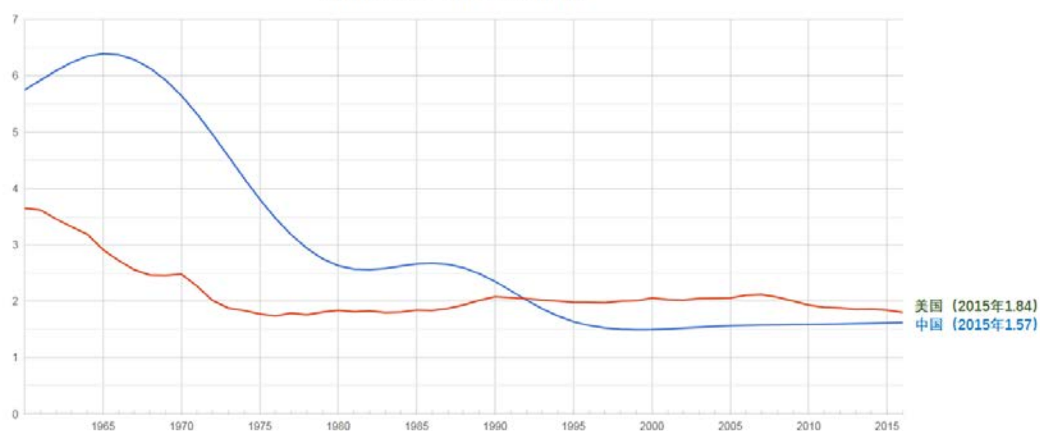
一个国家的经济，它的总产出就是所有劳动力的工作小时数量和每小时产出的乘积。这取决于人口出生率和劳动生产率这样的基本面因素。这些因素相对而言每年的变化很小，所以只有以每十年为期观察他们，才会发现逐渐显现出的变化。因此，经济增长率长期而言是相当稳定的。

GDP 主要决定因素之一是工作小时总数。相应，能支撑工作小时总数增加的最基本因素是人口增长。所以，就长期而言，人口出生率最关键。人口出生率取决于国家政策、经济状况、战争、社会风气等。其他因素还包括人口迁移、全球分工体系等。

中美两国人口出生率虽然分别从 1980 和 1970 年代开始低位徘徊，但两国人口增长逻辑有很大不同。美国过去 200 年一直有持续外国移民流入，所以即使人口出生率自 1970 年在低位，人口总数仍在持续增长。

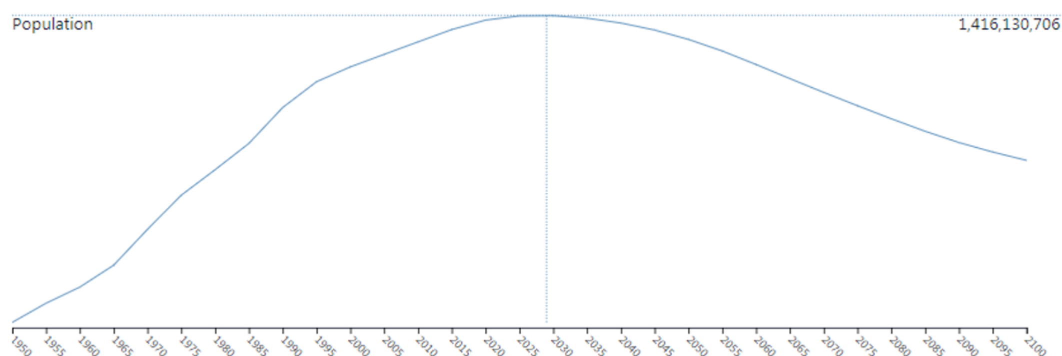
中国自 1978 年实施计划生育，到 2015 年政策终止。人口出生率在期间始终在非常低位，未来是否改善未知。中国过去 40 年的人口红利，更多来自城镇化导致的人口迁移，即大量劳动力流入城市，助推中国崛起。

人口出生率（中国 vs 美国）

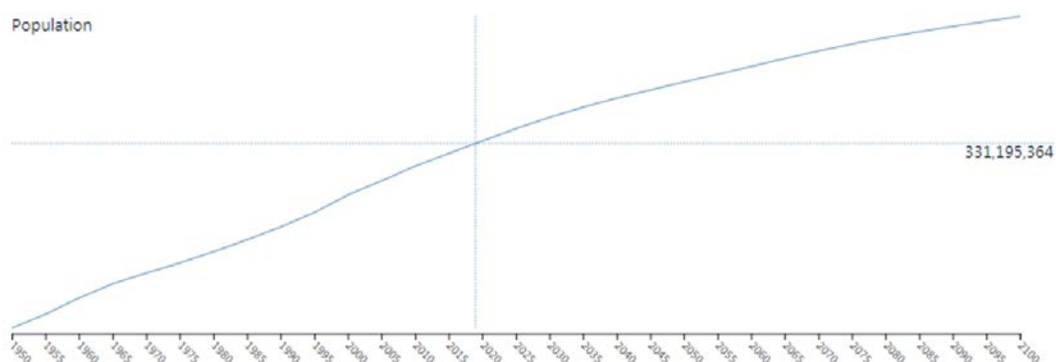


数据：World Bank

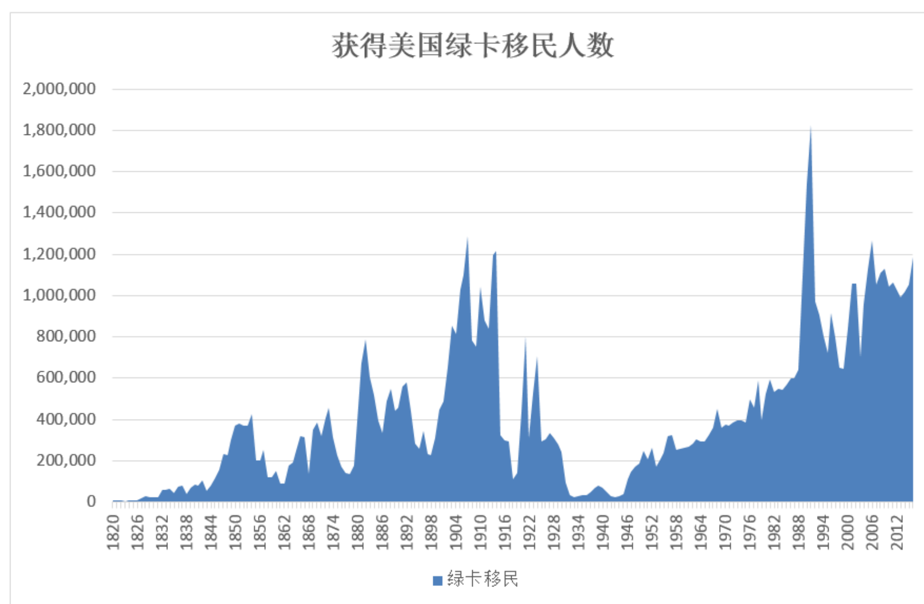
中国人口峰值可能在2029年



美国人口趋势向上



数据：populationpyramid.net



数据：migrationpolicy.org

GDP 主要决定因素之二是劳动生产效率。劳动生产效率取决于生产过程的进步。生产效率的变化，和出生率的变化一样，需要经过几十年的时间，才能出现显著效果。

第一次生产效率的进步发生在工业革命时代，约 1760-1830 年，蒸汽动力和水力驱动取代了人力，大型工厂取代了效率低的小作坊。第二次生产率的进步是电力和汽车革命，发生在 19 世纪后期和 20 世纪早期，电力取代蒸汽和水力等低效动力，汽车取代马车等低效运输工具。第三次生产率的进步是 1950 年代后的信息革命，计算机进一步解放人类的智力，改变了生产关系。



农业革命 5000 年前
解决生存问题&社会结构变化

小麦　　冷兵器






机器革命 300 年前
科学爆发&获得无限力量

蒸汽机　石油　电力　钢铁



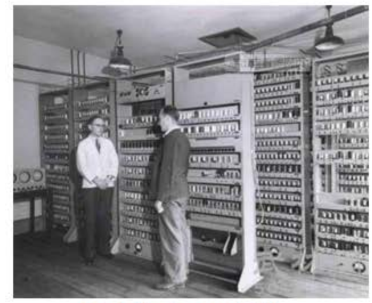












信息革命 70 年前
智力延伸&连接能力

计算机　互联网

















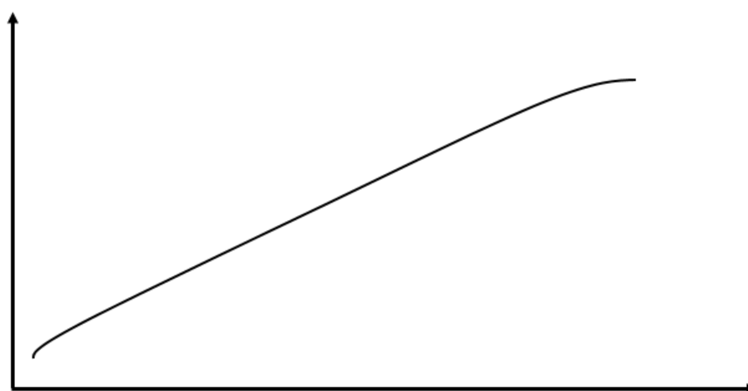

短期经济趋势

虽然很多国家的经济和证券市场，长期趋势总体是上升态势，但其过程是相当曲折的，绝非一条直线。这主要因为人的参与，经济短周期取决于人的心理和情绪。即使收入变化不大，消费也会变化很大。

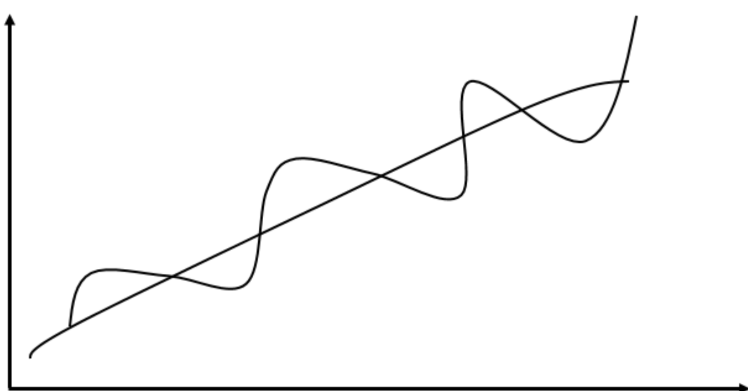
在某些时候，人们拿出更大比例的收入用于消费，可能因为一些原因。1）他们看到了好消息；2）媒体预计经济增长更为强劲；3）消费信贷容易获得；4）资产升值让他们觉得自己更为富有。反之亦然，也会抑制他们的消费。

还有一点特别重要，经济增长预期在多大程度上能实现自我实现。你想要什么，就会做什么，你做什么，最终就会得到什么。一个预言往往会自我实现。

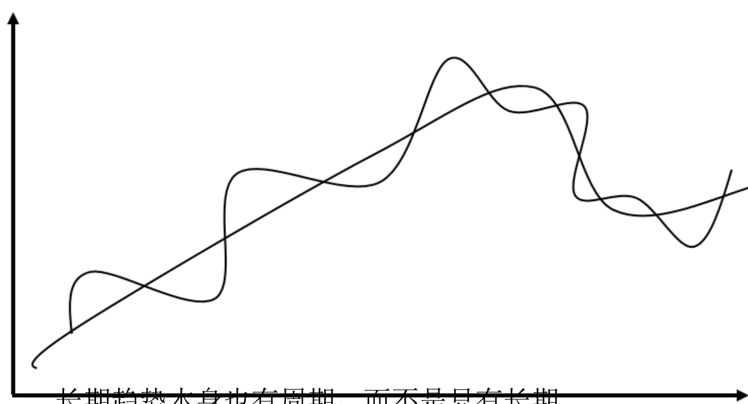
长 期 趋 势 线



长 期 趋 势 线 的 周 期 波 动



长 周 期



长期趋势本身也有周期，而不是只有长期趋势的短期走势有周期

预测经济很难。能够做出正确的预测，而且持续做出正确的预测，难度极大。我们会看到两类预测者：一类预测者根本不知道，另一类预测者根本不知道自己不知道。

最有价值的预测，是能够正确预测到经济增长偏离长期趋势和近期水平的预测。但这里有个问题，1）大幅偏离长期趋势的事，不经常发生；2）人们很难预测到。所以，大多数预测的结果都是不准的。所以，任何人如果是基于这种让人意外的预测来做投资，往往就达不到市场的平均效果。

但为什么还有这么多预测？因为有些投资人认为他们了解未来，有些投资人知道自己并不懂得未来，但他们必须在言谈举止上装得像能预知未来一样。因为如果不装成那样，他们就会丢到工作和客户。其中一些投资人预测时间长了，给客户洗脑时间长了，结果把自己也给洗脑了，连自己都相信自己对未来的预测肯能是对的。只有极少数的投资人明白，自己不可能确定无疑地知道未来。

查理·芒格说过："让人们去理解那些跟他们利益冲突的事情是很难的"。

三、企业盈利周期

决定一家企业盈利的过程既复杂又多变。经济周期对一些企业收入影响很大，对一些影响很小。这主要是因为企业的经营杠杆和财务杠杆不一样，因而造成销售收入变动对不同企业的盈利影响程度不同。

一些行业的销售收入对经济周期的变动是敏感的，这些行业包括

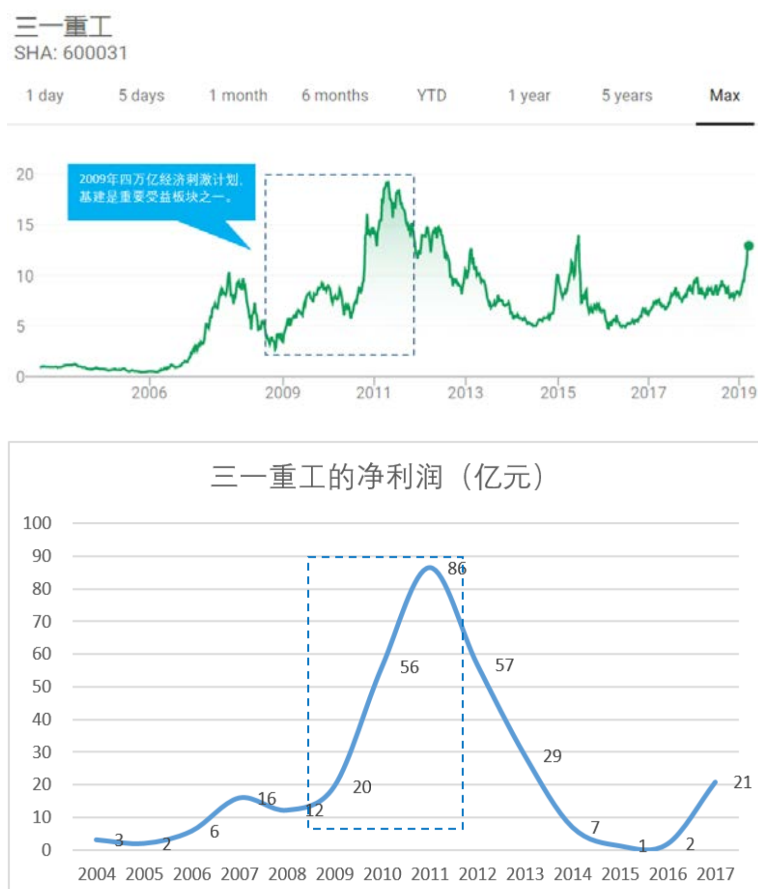
- 原材料和零部件，企业在扩大产生时，需要更多的化工原料、金属、塑料、能源、半导体等，才能支持扩大生产，反之亦然。
- 价格高的耐用消费品，比如个人房产和汽车，企业的生产设备，对经济高度敏感。
- 高成本的消费品，例如奢侈品和旅游。

原因主要包括：1）耐用品能用上很多年，所以在经济下滑时，耐用品的更新也可以被延迟；2）总价需要很多钱，所以经济困难大家赚的少，自然买不起；3）企业生意好的时候，可以增加固定资产投资来扩大生产，相反，经济不好时，对设备等固定资产的投资需求也会降低。

一些行业对经济周期变化不敏感。这些行业包括

- 日常生活必需品，如食品、饮料、药品
- 低成本日常消费品和服务等，但仍然会消费降级。

周期之外的故事 - 工程基建是典型的强周期性行业。2009 年四万亿经济刺激计划中，三一重工是最大受益者之一。当时中国城市化空前，工地来不及建设。随后两年，业绩指标增长超 70%，营收超 800 亿元，市值达 1370 亿元，梁稳根成为首富。但在 2012 年，随着基建降温，工程机械行业进入最为困难一年。上半年利润下滑 18.6%。全行业利润下降 34%。梁表示：“调了五年，调的很深，市场调低了 75%，真的没有想到”。



四、心理和情绪摆动

企业、金融、市场周期在上行阶段大多都会走过头，不可避免地在下行阶段也会走过头。这种周期容易走过头的现象，都是投资人心理和情绪摆动过度所造成的现象。

心理和情绪摆动会强烈影响经济和企业盈利周期。证券市场上的情绪波动好像钟摆一样，停留在中心位置的时间极端，一晃而过。相反，**钟摆几乎大部分时间都在走极端**。这是投资世界最确定的特征。

钟摆晃动的 6 个投资因素：

- 从贪婪到恐惧。
- 从乐观到悲观。
- 从风险忍受到风险规避。
- 从信任到怀疑。
- 从相信未来价值到坚持现在实实在在的价值。
- 从急于购买到恐慌卖出。

经济和企业的年增长率，从长期趋势看只是温和增长，但参与者的决策加剧了周期性，导致增长速度高到很不正常。这种周期容易走过头的现象，都是投资人心理和情绪摆动过度造成的结果。因此，投资人必须理解和警惕这些现象，才能避免周期性波动走极端所造成的伤害，也才有希望从中获利。

投资人往往不满足于获得长期正常的收益率水平，而总是想要更多的收益，这种贪婪造成了祸根，反而让投资人高位追涨，结果他们最终的实际收益更少，连长期平均水平也达不到。

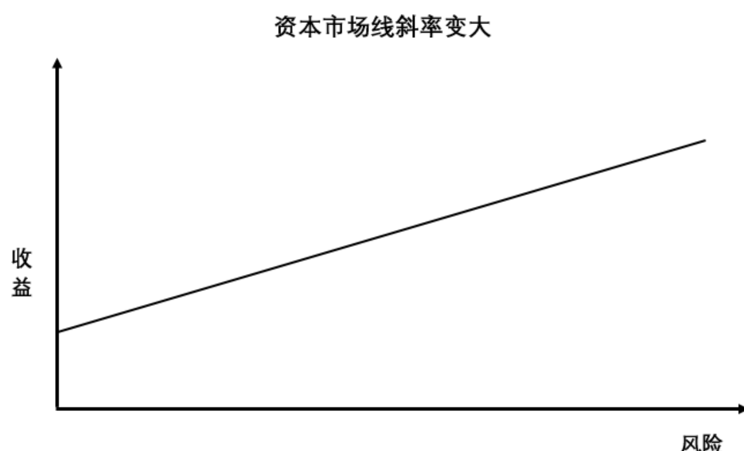
五、风险态度周期

在牛市的时候，很多人会说：“什么风险？我看不太可能出错，到现在一直都很好”。风险

是朋友，承担的风险越大，我赚到的钱可能越多。”后来，在市场行情糟糕的时候，他们完全转变，换成了另一套说法：“我根本不在乎赚到钱，我唯一在乎的是不要再亏钱。给我赶紧卖出离场。”

风险是投资中最重要的变量。在任何一个具体的时间点上，投资人总体看待风险的态度以及所采取的行动，对塑造整个投资环境来说至关重要，而我们发现自己已身处于这个投资环境之中。在这个时间点，看清楚整个投资环境的状况非常关键，决定了在这个时间点应该如何看待风险，以及据此采取行动来应对风险。评估风险态度所处的周期位置。

下面这张图的错觉是，承担风险越大，收益越高。应该这样说：“那些**看起来有更高风险的资产，必须显得能够保证更高的收益。”**



有效市场意味着，没有一项投资提供的风险经调整后的收益，能够高于其他任何一项资产。

人的天性是厌恶风险的。无利不起早，没人愿意做危险的事，除非他们预期这样做能带来很大的好处。所以，大多数投资人是规避风险的，称之为理性投资人，他们的特点是：

- 处理投资时谨慎小心，认真仔细的做研究分析。
- 在投资分析中，纳入保守的假设和适当的怀疑。
- 对有风险的投资，要求更大的安全边际。
- 要求更大的风险溢价，才愿意做有风险的投资。
- 拒绝不合理、愚蠢的投资。

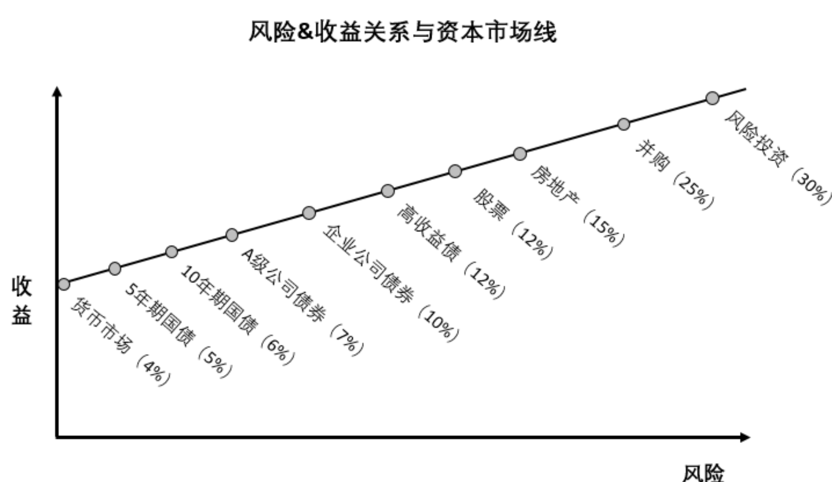
理性投资人准时如上纪律，才称之为理性。但投资人的风险态度真相是，投资人往往会有不同的做法，才改变了投资环境。投资环境是投资人在市场上的讨论所产生的结果。有人用嘴说，有人用行动发出信号。

投资人对风险态度的起伏，会导致这里描述的原则出现例外。有时候，投资人变得过度风险规避，有时候，投资人过于放松风险规避，变得过度风险容忍。

举个例子。利好事件发生时，投资人变得更加兴奋、乐观、贪婪，变的不那么强调风险规避。他们的心理变化如下：

- 对环境感觉更好，对未来更加乐观，所以谨慎态度不足。
- 不再觉得投资有风险，没必要再进行辛苦的仔细分析。
- 做出更加宽泛的假设，用信任代替怀疑。
- 为了做成投资，即使安全边际降低，也能接受。
- 更关注诱人的收益，而对收益背后风险的警惕就变少了。

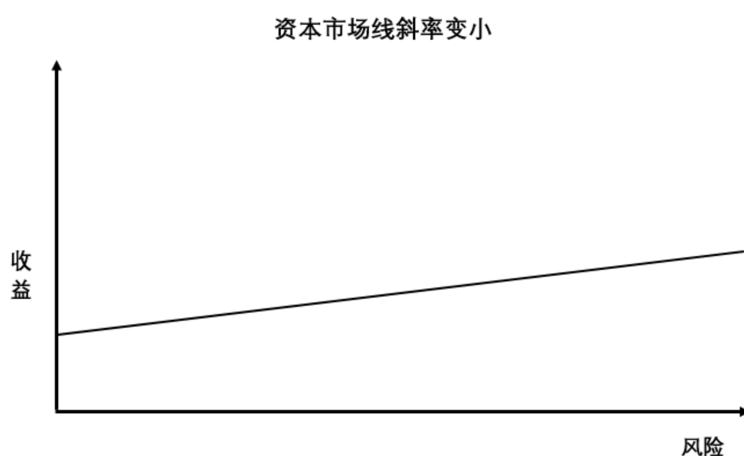
最后，对风险-收益连续体更安全的那一端的投资就失去兴趣。这些因素综合在一起，导致高风险资产的价格上升，超过了那些相对更安全的资产。所以，在好日子里，人们会比在糟糕日子里做出更多不理智的投资。



投资人不在意风险，提高风险容忍度，降低了对风险溢价的要求。这导致这条资本市场线的斜率变平，风险补偿的数量缩减。斜率更小意味着，每单位增加的风险能给投资人带来的收益增长变少了。简单说，投资人因为承受风险所带来的好处低于了正常水平。

然后，我们可以观察到的过程如下：

- 利好事件导致乐观主义程度提高。
- 乐观程度提高，导致人们提高风险容忍度。
- 风险容忍度提高，导致投资人降低风险溢价要求。
- 要求的风险溢价降低，相当于对风险资产要求的收益率降低。
- 对风险资产的收益率要求降低，导致其价格上涨。
- 资产价格更高，导致资产风险水平更高。



基于如上分析，但投资人觉得风险低的时候，风险实际是高的。风险最大的时候，风险补偿恰恰是最低的。最大的风险是相信根本没有风险。普遍的风险容忍是后来市场下跌最明显的征兆。

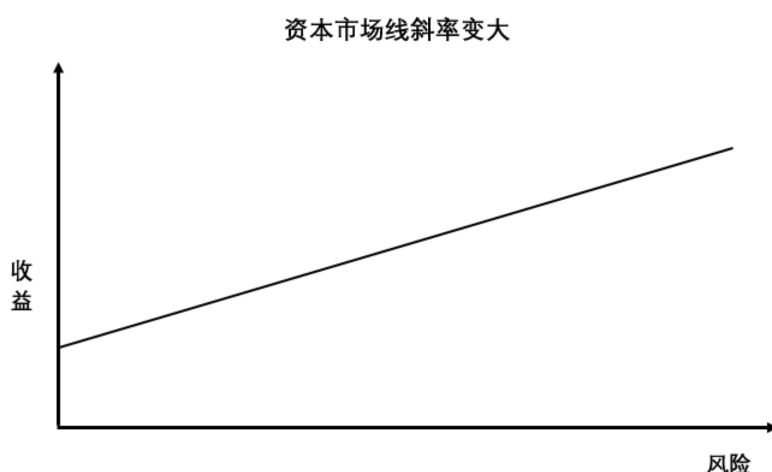
凡事都有两面，一面是过度风险容忍，另一面是过度风险规避。心理周期最重要的特征是容易走极端，周期波动震荡，会出现古怪的走势和幅度过大的波动。最终，由于他们的风险规避不足，追涨买入，推高价格，然后继续追涨买入，结果导致自己在牛市顶峰大量买入。后来熊市来了，他们的风险态度发生了一个 180 度大转变，从风险规避不足，变为风险规避过度。

- 最近亏惨的痛苦经历，让他们对未来持负面态度，变得格外小心。
- 开始把投资和亏损联系在一起，而不是把投资和盈利联系在一起。这让他们在投资过

程中强调规避更大损失，而不是关注投资机会。

- 开始确保自己的假设足够保守，能排除任何风险的可能，开始运用极端的怀疑主义。
- 发现要识别有足够安全边际的投资，是根本不可能的。
- 觉得到处都有风险，即使对现在已经高的离谱的风险溢价，还觉得不够高。
- 变得毫无安全感。他们在牛市高点买入，已变成冤大头。他们几乎准备在市场底部割肉卖出。即使不卖，也绝不会买入。

过度风险规避，让资本市场的斜率变得过大，这意味着每增加一单位的风险所带来的期望收益率增长非常高。在大家都规避风险的时候，你多承受一份风险就能获得更大的收益。



再回顾下。负面环境导致投资人过度风险规避，他们对投资仔细到无比苛刻的地步，他们的假设比十八层地狱还深不见底。反过来，在牛市里，投资人心理冲动，头脑发热，投资前很少做检查，或根本不做检查，对未来的假设是一片光明。在恐慌的时候，人们用 100%的时间确定不会有任何损失，其实这个时候，他们应该担心的反而是，可能会错过极佳的投资机会。

世界上最危险的事情是相信根本没有风险。同样，最安全的买入时机，通常是每个人都相信根本没有希望赚钱的时候。每个人都失去赚钱希望的时候，反而是最有赚钱希望的时候。

六、信贷周期

前面谈过经济和企业盈利周期,两者构成了投资的基本背景。在此基础上,投资人的行为、心理和态度会有所波动，随着基本面变化而发生相应的变化。

现在我们谈信贷周期，有些行为对经济周期高度敏感，如购买住房，汽车等。

企业的资本是指筹集用来发展业务的所有资金。股东投入的资金称为权益资本，或股本。向银行筹集或发债的资金称为债券资本。信贷指的是这部分债务资本。

企业盈利周期的波动通常比经济周期波动要大，但总体还是比较温和。由于企业使用了杠杆，比如财务杠杆和经营杠杆，从而放大了企业销售收入上涨和下跌对盈利的影响。

经济只是波动了一点，企业盈利只是比经济周期波动稍大，可信贷的波动大幅超过经济和企业盈利波动，信贷窗口从打开很宽到突然关闭。信贷周期是所有周期中最波动无常。且产生巨大影响的。

信贷窗口是指你能去借钱的地方。窗口从打开到关闭，可能只是一瞬间。

信贷周期之所以重要，因为 1）资本或信贷是生产过程中必不可少的重要组成部分。企业能否追加资本投入，决定了企业的成长能力。2）企业必须获得资本，才能在现在债务到期时再融资。企业通常不会偿清所有债务，很多时候都是借新债还旧债。3）很多经济单位都依赖信贷市场才能顺利运行，特别是金融机构。4）信贷市场发出的信号会产生巨大的心理影响。

关键在于理解周期是如何实际运行的，特别是前一步如何引发下一步。

信贷扩张的过程：

- 经济进入繁荣期。
- 资本提供者生意繁荣，增加了他们的资本基础。
- 坏消息稀少。

■ 风险规避消失

■ 金融机构开始扩大业务，提供更多资本。

■ 金融机构竞争市场份额，为此降低要求，比如降低利率，放款贷款协议条款。

在极端情况下，资本提供给了不值得融资的借款人和项目，投资于那些资本成本超过资本收益，甚至根本没有收益的项目。信贷周期走到这步后，上涨阶段解读，周期开始反转。

■ 损失导致贷款人失去信心。

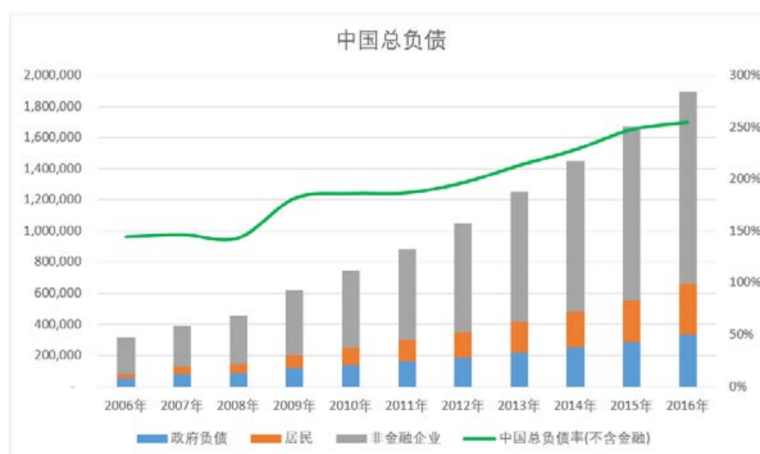
■ 风险意识提高，随之提高利率，限制条件和合约条款要求。

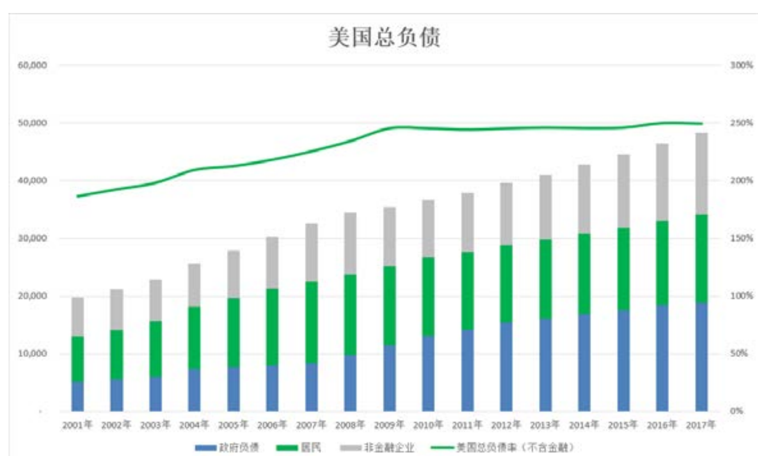
■ 能够借到的资本变得很少，只有质量最高的借款人才能借到资本。

■ 公司资金吃紧，借款人债务到期之后不能滚动融资，导致债务违约和企业破产。

■ 这个过程进一步助长和加强经济收缩。

信贷市场就是一个拍卖行，谁出的价格最高，谁就能买到东西。高价格或高估值水平，可以直接翻译为财务工具最低收益率。通个竞拍得到资本提供机会者，是哪个愿意付出最高代价，即接受最低收益率的贷款机构。





数据：ibs.org　单位：亿元人民币

数据：treasury.gov　单位：十亿美元

七、市场周期

资产价格主要受到两方面的发展变化来影响：基本面和心理面。

基本面，可以简化为企业收益和现金流，以及对两者的未来预期。心理面，是投资人对基本面因素的感觉，他们如何评估这些基本面，特别是乐观程度和对待风险的态度。

如果市场是一台计算器，在计算证券价值时，其依据只限于基本面，那么证券市场价格波动就不会太大。然而，证券市场价格的波动幅度通常远远大于公司基本面的变化。证券市场的价格变化夸大了基本面的变化。这个过程如下：

- 经济和企业盈利发生了利好。
- 好消息带来乐观心理。
- 乐观心理导致不再要求高风险保护和高预期收益。
- 内心坚定看好，对预期收益降低综合在一起，导致资产价格上涨。
- 可是，这最终进入反转阶段。也许事情并未达预期，或预期实在太高。
- 心理变得不那么乐观，但资产价格高到离谱。
- 价格开始下跌，投资人看法也变了，不认为这么有利了。
- 价格继续下跌，直到最后跌的实在太低，再也跌不下去了，就成为反弹的平台。

重要的是理解基本面和心理面相互交织、互相影响的方式。有时是基本面影响心理面，有时是心理面影响基本面。利好事件会强化心理，心理面改善也会对事件产生有利影响。

心理面影响市场面，市场面也会影响心理面。很明显，投资人心理面改善会导致资产价格上涨。同样，资产价格上涨会让投资人感觉更富有，更聪明，因此他们就更乐观。

不管怎样，过去的事件、未来预期和投资人的心理综合在一起，决定了资产的价格。事件和心理也会影响信贷松紧程度，而信贷松紧程度会极大地影响资产价格，资产价格又反过来影响事件和心理。

一条投资真经，牛市三阶段。

- 第一阶段，只有少数特别有洞察力的人相信，基本面将会好转。
- 第二阶段，大多数人都意识到，基本面情况确实好转了。
- 第三阶段，每个人都得出结论，基本面情况将会变得更好，且只会变得更好。

但聪明的人最先做，愚蠢的人最好做。在牛市第一阶段，几乎没有乐观的理由，只有极少数特别有洞察力的人敢于买入，且买入成本很低，资产未来可能会有巨大的升值空间。但到了牛市第三阶段，很多投资人跟风买入，因为当时的市场过度乐观，投资人必须支付高价才能买到，所以后来亏得很惨。

最终，当潮水退去。熊市三阶段。

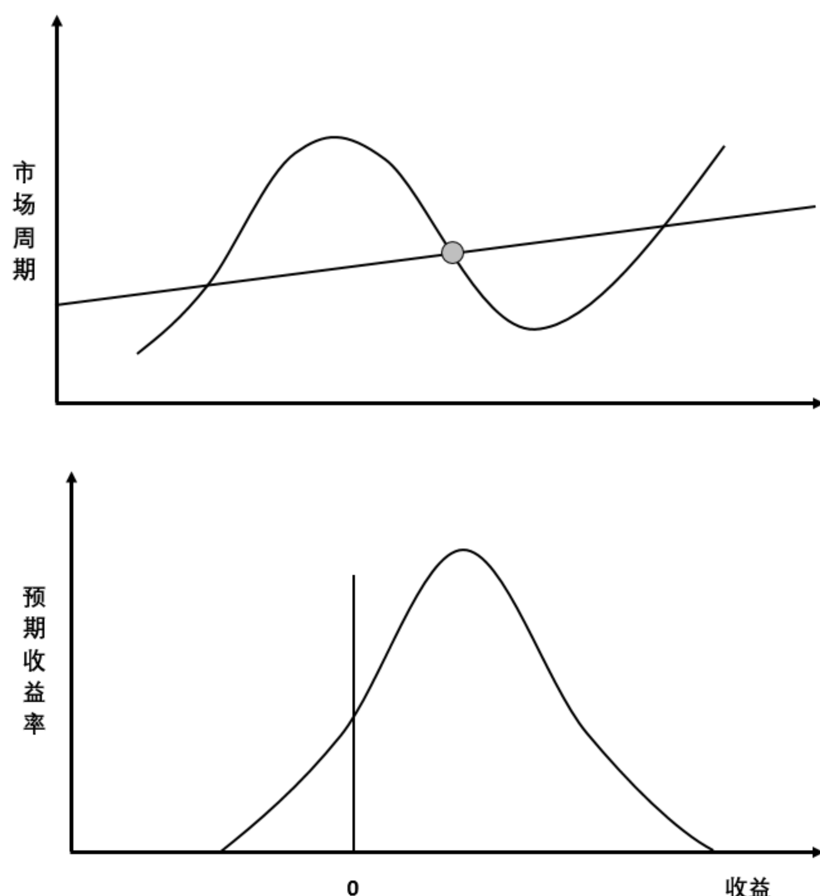
- 第一阶段，只有少数深谋远虑的投资人意识到，尽管形势一片大好，市场普遍乐观看涨，但基本面肯定不会一直顺风顺水。
- 第二阶段，大多数人都认识到基本面正在越变越糟。
- 第三阶段，每个人都相信基本面只会越来越糟。

此时，在熊市第一阶段，少数人及时卖出，保住了胜利果实。在第二阶段，很多人跟风卖出，导致价格低于内在价值。在第三阶段，大多数投资人最终还是投降了。可能只是坚持的太久，意志力都被消耗尽了，再也坚持不下去了。他们看到了自己股票的市值跌了一半，看着那些提前卖出的人站在河边分毫未损，心理别提多么妒忌，痛恨自己太愚蠢，当时完全想错了。

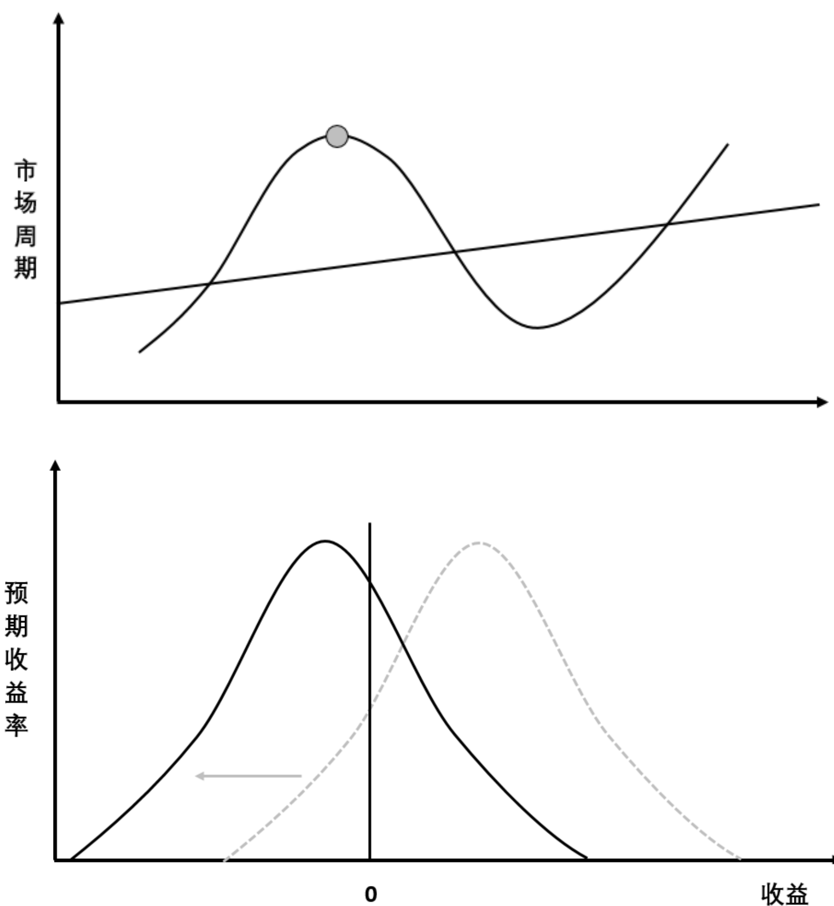
当最后一个人放弃抵抗时，价格跌不动了，市场开始见底，并开始反转。

最后，我们用简单的市场周期和预期收益率示意图，来描绘周期与收益的关系。

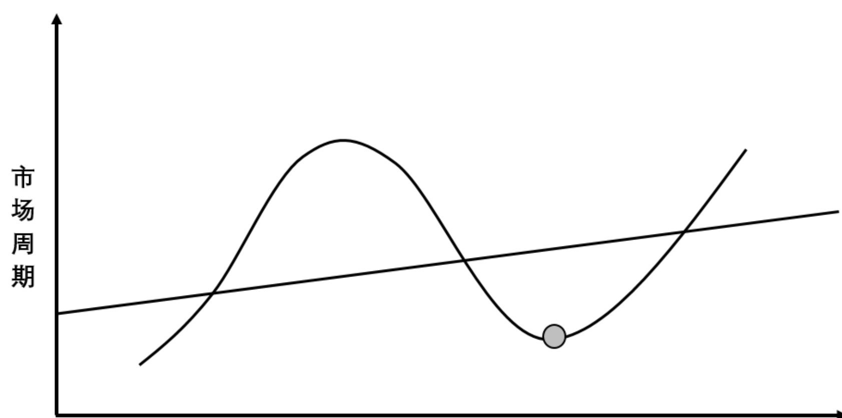
市场周期与预期收益率 I：在市场周期的中心点，这意味着，经济增长正好处在长期平均趋势线上，企业盈利水平是正常的，股市估值水平从历史长期来看是合理的。资产价格和内在价值保持一致，市场情绪稳定。在这些条件下，预期收益率也是正常的。

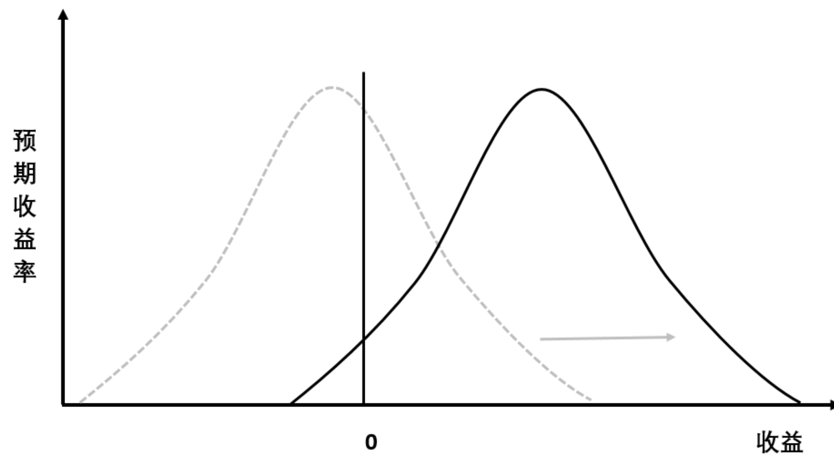


市场周期与预期收益率 II：在市场周期位置在高点，不管基本面如何，这意味着估值水平过高了，股票价格远高于其内在价值，价格里面也包含了很大成分的乐观主义。此时，未来预计收益率会低于正常水平，偏向负收益率。



市场周期与预期收益率 III：在市场周期位置的低点，由于投资人心理沮丧，估值水平处于历史的低点。这意味着出现价廉物美的便宜货，资产价格大大低于其内在价值。在这种情况下，未来的预期收益率的概率分布会向右移，意味着很高的潜在收益率。





八、如何应对市场周期

讲了这么多，关键是要知道现在投资人心理周期和估值水平周期的钟摆摆到了什么位置。只有知道当前的位置，才能做好合理资本布局，从未来的发展变化中获利。

我不相信预测，大多数人都缺乏这种看透未来的能力，要预测未来真的很难。但我们可以做到的，是理解市场现状所处的周期位置，以及所传达的市场未来的走势。有句话说的好：“**我们也许永远都不知道我们将来会去哪里，但我们最好搞清楚我们现在在哪里。**”

再次回顾周期的一些规律：

- 规律相似：基本的主旋律会重复出现，历史过程的韵律十分相似。
- 有起有落：事物往往有起有落。
- 环环相扣：周期的前一波发展都会影响下一波的发展变化。
- 彼此相关：不同类型的周期相互作用，相互影响。
- 心理推动：心理情绪在推动周期现象超越物理性水平。
- 常走极端：周期往往会走极端。
- 浪子回头：周期往往会走极端后反转，回归中心点。
- 再走极端：周期回归中心点后，并不停留，而是一晃而过，走向另一个极端。

还有一些特殊因素会影响市场周期：

- 经济企业：经济周期和企业盈利周期，两者塑造了投资环境。
- 心理情绪：投资人心理和情绪会随环境的变化过度反应。
- 风险态度：有时候，投资人觉得风险根本不存在，有风险也没关系。而有时候，投资人认为风险巨大，完全无法摆脱。
- 估值水平：有时候，市场定价只反映了利好因素，或过度反应利好。可也有一些时候，市场只反映利空因素，忽略所有利好因素。

这些就是市场周期的基本面。我们必须感知周期，倾听周期，评估现在市场所在周期的位置，从而帮助我们判断未来市场的走势，以及我们该如何采取行动应对。

现在转向第一个任务，搞清楚自己所处的周期位置。

在周期上行阶段，市场价格从公允估值水平上升到过高估值水平，通常会和某些重要因素在一起出现：

- 基本面普遍都是好消息，并对事件进展感到满意。
- 媒体一致采取乐观的态度解读事件。
- 怀疑程度下降。
- 风险规避罕见。
- 信贷市场窗口大开。
- 情绪普遍积极乐观。

相反，在市场暴跌阶段，从公允价值水平跌至过度低估水平，通常出现如下现象。

- 基本面普遍都是坏消息，事件进展不顺，拉起来警报。
- 媒体报道高度负面。
- 大家全盘接受媒体恐慌性报道。
- 怀疑程度强劲上升。
- 风险规避大幅上升。
- 信贷市场猛然关闭。

■ 情绪普遍沮丧失望。

我们两种形式来评估当前所处的周期位置。

第一种是定量分析评估。这些都能从一些估值指标上反映出了，如股票市盈率、债券收益率。这些指标是否大幅上升，明显高于历史正常水平，都是潜在收益率降低的先行指标。或市场崩盘导致资产价格大跌，估值水平降到低点，情况和牛市正好相反。这些因素都能被观察到，也能做定量分析。

第二种是定性分析评估。看清楚我们周围发生的事，特别是投资人的行为。投资风险并非主要来自经济、企业、证券市场，而是来自投资人的行为。投资人小心谨慎，风险规避的态度，充满了怀疑主义，抑制乐观情绪。在这时，证券价格倾向于合理反映出其内在的价值水平。这时证券市场反而是一个安全的，正常的地方。相反，投资人狂热，乐于追涨买入，都会最终推动市场价格大涨，达到危险的估值水平。

这份市场评估指南有助于找到一种感觉。

经济现状	生机勃勃	停滞不前
经济展望	正面有利	负面不利
贷款机构	急于放贷	非常谨慎
资本市场	宽松	紧缩
资本供给	充足	短缺
融资条款	宽松	严格
利润水平	低	高
利差水平	窄	宽
投资人	乐观、自信、渴望买入	悲观、忧虑、无心买入
资产持有人	乐于持有	急于卖出离场
卖家	稀少	众多
市场	人群拥挤	乏人问津
基金	申购门槛高、每天都发新基金、基金管理人说了算	向所有人开放申请、只有最好的基金才能募资、基金投资人有话语权
近期业绩表现	强劲	萎靡
资产价格	高	低
预期收益	低	高
流行风格	激进、四处投资	谨慎且自律、精挑细选

易犯错误	买入太多，追高、承受太多风险	买进太少、离开市场、承受太少风险

市场周期走到极端，会出现估值水平过度偏离历史正常水平的现象。估值水平，是投资人心理产生的结果，也是投资人心理失常的症状和指示器。这些心理和情绪最大的影响，是让投资人相信过去的估值指标已经无关紧要。投资人情绪很高，市场价格会涨的更高，让他们相信追涨买入也能赚钱。此时，他们会说："这次不一样了"。仔细留意，这是一个凶兆，代表投资人谨慎和怀疑的态度已经消失。

所有这些因素都很重要，但它们都不需要预测。只需要仔细观察现在的情况，并以此为基础做出决策，而不需要去猜测未来会如何。评估当前所处的周期位置，并不能告诉接下来会发生什么，但可以告诉我们发生何种情况的可能性更大或更小。对应投资人来说，这些信息已经很多了。

投资人面对两种风险。一是买进错误资产导致亏钱的风险，二是没有买入好资产错过赚钱机会的风险。买，可能错，不买，有可能会错过。买也会错，不买也会错。关键是在两种风险之间寻找平衡。

第九章 投资的决策机制

公司在明确并购的思路、逻辑、并做好行业研究之后。需定义清晰的决策机制，为投资工作的规范化打好基础。

决策流程	工作内容	负责方	工作成果
前期项目开发			
- 项目开发	基于公司战略和投资逻辑，进行行业研究，搜索和开发项目。投资经理书写《项目投资分析》，并登记在《项目资料库》。	投资团队（开发）	《项目投资分析》 《项目资料库》
- 项目初审	投资经理完成《项目投资分析》后，投资团队内部初步对项目进行评判。投资经理在企业提供资料时，与企业签《保密协议》。	投资团队（初审）	《保密协议》 更新《项目投资分析》（注 1）
- 立项	投资团队判断项目优质，值得进行正式的尽职调查。所以，编写《立项报告》，用于投资决策委员会的立项评审。 如投资决策委员决策通过，进入下一步正式的尽职调查环节。	投资团队（发起） 投资决策委员会（评审）	《立项报告》 《会议纪要》（注 1）
- 尽调	投资团队组织尽职调查小组，编制《尽职调查报告》 Tips：对上市公司的投资业务，由于存在公司治理的硬性要求，如触发董事会、股东大会授权审批，或“收购”的条件，就需聘请财务顾问、会计师、律师、资产评估等机构参与并购重组和尽职调查工作。	投资团队、各支撑专家团队（编写）	《尽职调查报告》 《投资意向书》
- 投资方案设计	一般来说，投资团队在尽职调查，或更早前，就与目标企业就核心投资方案和条件进行谈判，并达成初步意向。这包括股权转让/增资方式、估值区间、投资份额及其它核心条款等。	投资团队（编写）	《投资方案建议书》
中期项目决策			
- 投资决策过会	投资团队召集组织投资决策会，并就管理层的意见记录在《投资决议书》。	投资决策委员会（评审）	《投资决议书》 《会议纪要》
- 协议签订	投资团队编写《投资协议》，并由投资决策会委员审批。 Tips：在更早前，如尽调前后，也有可能会签署一份《投资框架协议》	投资团队（编写） 管理层、法务、财务等（审	《投资协议》

	或《非约束性协议》。目的是 1）传达与目标公司合作的诚意，增加一些仪式感；2）为后期正式谈判提供依据；	核、审批）	
- 资金拨付	进行股权交割手续。	投资团队（发起） 财务等（审核、审批）	《财务付款记录》 《验资报告》
投后项目管理			
- 项目实施监督	投资团队或成立专门投后管理团队，对被投企业进行管理。了解企业经营情况，提供增值服务等。	投后团队	《经营分析报告》（季度） 《投后分析报告》(半年/周年） 《年度分析报告》（周年） 《追加投资的分析与建议》(如有）
- 项目退出与验收	因为项目已达预期、或不达预期，需要止损。投资团队编制《投资退出方案》。	投后团队	《投资退出方案》

注：在项目进程的各阶段，需记录、更新和维护完整的《项目资料库》和《会议纪要》，确保过程可追溯性。

投资工作任务繁重。为有效率和质量的管理好项目，笔者编写《项目资料库》，用于项目管理和进度控制之用。

项目资料库																	
项目编号	项目名称	项目代号	项目进度	类型	项目开始时间	重要节点预期	是否投资	项目负责人	项目来源&介绍人	公司介绍&背景	市场介绍	财务近况	投资逻辑	交易结构	投后重点	备注	存档路径

要点总结：

■ 决策流程需足够清晰、易于理解和被遵循。

■ 别太纠结各种“流程 + 方案 + 报告”，要灵活 + 落地。

感悟

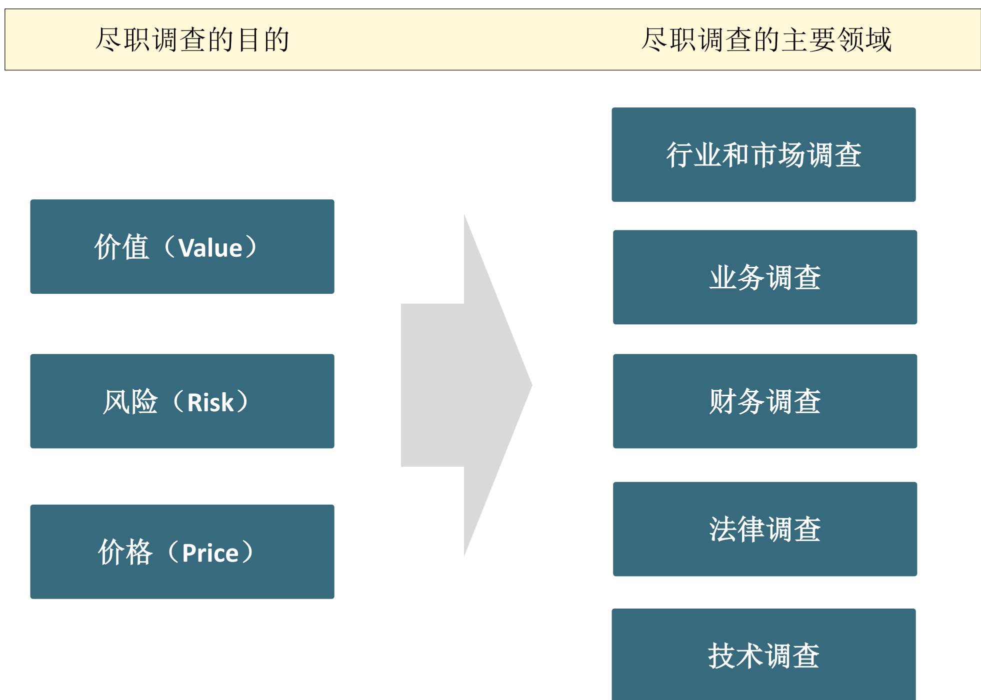
事情可以弄透之后不做，但不能未弄清楚瞎做。

第十章　尽职调查的目的、关注领域、调查方式

一、尽职调查应带着目的进行

尽职调查又称谨慎性调查，一般是指投资人在与目标企业达成初步合作意向后，经协商一致，投资人对目标企业一切与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动。并进一步判断，是否能达到投资的目的，如 IPO、产业协同、完善产业链等。

简单说，你同时买到了价值和风险，对应要支付价格。基于尽职调查得出的结论，判断是否值得去投。



二、尽职调查的主要关注领域

行业和市场	■ 市场需求的来源 ■ 推动增长的因素 ■ 产业链和价值链 ■ 市场的规模 ■ 主要竞争对手

业务	■ 业务模式、盈利模式、营销模式 ■ 竞争优势、主要价值驱动因素 ■ 协同效应，以及未来的整合成本和整合风险 Tips： ✧ 可以以估值模型为线索进行调查 ✧ 不要忽视目标公司董事会会议记录以及决议等法律文件，里面会包含公司业务的信息，特别是公司战略
财务	■ 历史财务数据的真实性，可靠性 ■ 预测财务数据偏于保守、乐观？预测的依据是什么 ■ 是否有表外负债 ■ 内控制度的健全性 ■ 税务问题 Tips： ✧ 要与审计师、资产评估师充分沟通
法律	■ 公司自身的法律情况：重大的诉讼和法律纠纷、房产土地的权属问题等 ■ 交易所涉及的法律问题：股权结构是否清晰、股权类别、业绩承诺、估值调整协议、优先认购、反稀释等 ■ 行业监管规定等
人力资源	■ 管理层聘用和留任问题 ■ 创始团队的精神面貌 Tips： ✧ 人事的问题对于收购后的成功整合非常重要
技术	■ 技术是否符合发展的趋势 ■ 技术的壁垒或可替代性 ■ 技术的可用性和稳定性

三、尽职调查的方式

尽职调查获取信息的典型方式包括网络搜索、访谈、聊天、现场调查等。

一些实用的访谈清单,涉及公司管理层、客户、供应商、竞争对手。

（一）网络调查

（1）通过公司网页了解最基本情况。值得注意的是，看公司网页主要看一些可能存在问题的报道，而不用去看企业宣传的好的东西。如通过一些奖惩通知、员工活动、重大事件等来判断经营过程中是否存在一些瑕疵。

（2）通过介绍老板身世的文章，了解企业的历史。老板的出身对企业的经营风格有重大的影响。老板的出身或专业层次直接影响企业的发展风格，对于民营企业来说更是如此。如果老板以前是学者创业，需要关注企业的知识产权是哪里来的，是否存在权属不明或者纠纷；还要关注企业的人事关系是否存在不独立的情形。如果老板以前是销售出身，需要关注研发人员以及研发人员是否稳定，公司的销售策略是否稳健是否存在不规范甚至违规的情形。如果老板是资本市场出身，那么还需要重点关注老板是否为了资本运作而做出风险较大的操作。

（3）公司相关的诉讼，可以通过新闻媒体或公检法系统进行查询。公司诉讼多了至少说明不厚道，甚至不诚信。比如某个企业报告期内与供应商与客户均存在多起的纠纷或诉讼。

（4）公司的相关新闻，特别是丑闻。除了老板坦白交代之外，还需要通过互联网进行搜索。

（5）公司所在地的论坛和行业论坛。一般情况下，拟上市公司的老板和产品都会在各地和各行业论坛中涉及，不过要注意其中一些言论或者介绍的片面性甚至误导性，要注意甄别并且要以证据作为判断的核心依据，不要轻易下判断。

（6）通过下载的文章、报告，了解和持续掌握行业和公司情况。比如一些行业的报告都可以作为研究行业的素材。

（二）访谈调查

（1）老板。除了老板的专业能力之外，更重要的是关注老板的人品、诚信和做企业的境界。老板的学历、性格、普通话水平等等都是次要的。

（2）中高层干部。中高层干部可能分别从不同的角度对企业的了解会更加具体也更加真实明确，那么对这些对象的访谈设定的目标也要相对明确具体，主要体现在行业发展、市场空间、竞争优势、后续新产品开发情况。

（3）上游供应商。除了关注采购合同的真实性之外，还要关注公司的信用政策、是否存在供应商依赖，公司在采购上是否具有自主权和决定权，是否为发行人关联方等。从目前市场环境来看，除特别情况外，只存在不好卖的产品不存在买不到的原材料，所以在访谈供应商时一般会比较顺利，得到的回复一般也会比较正面，这种情况下，更需要从一片大好的形势下关注交易是否真实合理，供应商是否会在公司的压力下配合发行人做一些处理。

（4）下游客户。如果说供应商一般都会说好话的话，那么客户就不一定了，从另外一个角度来讲，客户访谈的结果更能反映发行人的市场地位和谈判能力。如果客户访谈非常不配合甚至根本就不接见，除了大国企很牛或者做了亏心事不敢见之外，那么很可能就是公司在下游客户的地位不高。如果客户访谈很配合对于发行人的评价非常正面，那么且不说客户是否会依赖公司至少可以说明双方的合作是互赢的是相互依存的，不存在谁依赖谁谁求着谁的问题。此外，通过客户也更能判断发行人的定价能力、市场地位、产品质量、是否存在关联方、是否存在纠纷等；对于大额合同，还需要关注合同的真实性和合理性，是否存在业绩造假的可能。

（5）同行竞争对手。这样的对象不举报或被黑就不错了，去理性地进行访谈和判断几乎是不可能的。可以来些间接的，比如关注竞争对手的宣传资料、一些访谈或者公开资料、招投标文件或者项目建议书等，从侧面判断同行业对公司的评价。

(6)行业专家。找行业协会专家了解行业的基本情况和行业地位等。关注的重点主要在于：产业链、盈利模式、核心技术、发展趋势、市场规模等。如果是发行人安排的专家访谈，其独立性和真实性就要大打折扣了，有些资料可以采纳，但是需要自己的独立判断。

访谈应该是尽职调查非常重要的一种方式，也是最需要讲究方式方法的一种方式，方法的不同最后的访谈效果差异很大。切忌访谈中对着问题一个一个问一句话一句话记录的访谈，那样会导致访谈对象非常紧张也放不开，信息量会非常的少。访谈应该类似于聊天，只是比聊天目的性和逻辑性要强，访谈人要在访谈之前充分做好工作，把需要问的问题以及自己希望得到的结果进行仔细整合并做到融会贯通，做到提问的问题看似不轻易间提出实际上是经

过了精心的准备。当然，要做到这一点，除了前期做好准备工作之外，丰富的项目经验和良好的沟通能力也是必不可少的重要素养。

尽调体会

杰出企业家拥有将企业边界从 A 扩展到 A+，再杀入 B、C 的能力。这使得投资经理开始时很难评估企业的估值和天花板。特别是企业对应市场规模的预测。这就需对深入的了解企业及企业家，深刻理解他们打造的企业文化。优秀的企业文化是值钱的，也应该是估值的一部分。

访谈应该是尽职调查最重要的一部分，但大多数都流于形式和文字，没有深度。访谈工作做到位，最需要投资经理的责任心，而不仅是财务知识。

（三）文字材料

这部分内容的调查工作会与（一）和（二）的内容是重复的，主要涉及以下几个方面：

（1）行业论文和综述。这个在网络查询里也提到，一定要多看，作为一个行业的新入者，只有通过多看这种最笨的方式，才能逐渐对这个行业有所了解，才能慢慢形成自己的对行业以及发行人的独立判断，而不是人云亦云。

（2）行业研究报告。这个可以通过自己公司的研究院或者从互联网上下载，具体审阅的原则就不再赘述，注意一些研究报告具有特殊目的性从而可能会失去客观性，需要注意甄别。

（3）行业杂志或者公司发行的报刊等。

（4） 公司所报各种奖励的申请文件。这里注意的是，这里的文字材料不是最后取得的证书，而是证书申请过程中的过程资料，除了可以验证发行人专利的合规性之外，更能帮助我们这些外行人了解公司的技术水平和优势。不过值得注意的是，在进行专利申

报的时候，发行人往往在代理机构的引导下进行夸大性的叙述和宣传，这时要注意判断其真实的情况是怎样的，一些结论是否能够公开披露。

（四）聊天

如同把访谈进行的更加灵活和活跃会有更好的效果一样，聊天作为更加灵活也更加发散的一种“访谈”，有时候效果也是意想不到的，理应将聊天作为一种重要的尽调手段。尤其对于项目组人员来说，应与企业多接触，充分利用聊天这种非正常的渠道，获得一些佐证的信息或者一些核查的线索。

聊天的对象没有任何限制，前述的访谈对象都可以进行。除此之外，还有以下对象可以考虑：

（1）公司的最基层人员，如公司的保安、食堂师傅、接送司机、打扫卫生阿姨、前台等。这些人员工作在发行人的最基层，或许获取的信息不机密也不高端，但是他们视野关注的问题对于我们也很重要。比如在去机场的时候，跟司机聊聊工资水平、社保待遇、对企业的期待等，甚至有时候他们高兴了也很喜欢对公司老板或者高管做出自己的评价。

（2）当地生活圈的人员，如当地的出租车司机、理发员、餐馆小老板等。尤其是公司在小地方的，公司信息相对更加更容易为外部人所知。

（3）其他可能的人员。比如，某些渠道我们还可能接触到从公司离职的员工，他们的观点可能会有一些新意；比如供应商的供货司机或者客户的拉货司机等，都有可能对我们的尽调工作提供一些信息。

（五）现场调查

现场调查理应是非常重要和关键的一种调查手段，不过实务中很遗憾的是，这个调查手段并没有得到充分的重视，这个也好理解，毕竟做空调房里看看资料上上网要，比风吹日晒

要舒服太多。

（1）外地分子公司。有多少家子分公司都应该亲自去看一遍，先不说关注管理能力、销售半径，扩张太快是否风险，起码你要了解这家公司是否真实存在，账上的设备资产都不是虚构出来的吧？

（2）生产车间。多去几次，并且有心去看。关注公司产品的生产流程以及核心技术的应用、设备是否正常运转、车床型号所代表的生产技术水平是否先进、现场管理制度是否完备、工人的工作状态和积极性是否高涨、生产销售旺季设备是否满负荷运作前来拉货的车是否川流不息甚至要排队等。在实务中，存在生产批号提前的例子。

（3）原料成品仓库。主要关注存货管理是否规范、存货规模是否账实一致，可以根据成品批号的更新判断销售情况。项目过程中一定要重视存货的盘点工作。

（4）其他的一些方面。厕所是否卫生，可以看出企业的管理水平和员工素质，很难想象一家厕所脏乱的企业内部控制和日常管理能够规范到位。消防器材是否完善整齐，这一来关注企业是否严格执行国家相关政策，另外也体现了企业的管理水平。此外，公司迎来送往的车队管理，这里倒不是吹毛求疵，公司车队的水平一来反映管理水平二来也会体现公司的盈利状况。除了老板及其节约的特例之外，一家只有一辆桑塔纳 2000 迎来送往的企业盈利水平是否很高是要打折扣的。

要点总结：

- 事无巨细，多么详细都不过分，一定不会吃亏
- 尽职调查是持续发现、整理、更新、再发现的过程。通过各种手段，不断完善细节，不断交叉验证，完成定性分析。
- 注意访谈和业务和财务数据的匹配，尽可能定量分析。
- 访谈是尽调中最费精力，最考验投资团队责任心的工作，“做完了”和“做到位”之间存在重大区别，决定尽调报告的结论是留在表面或内涵。
- 项目第一眼看到的亮点，就是日后要重点核实的重要风险点。

生活感悟

一、最好的状态，是你感觉不到自己在工作。

二、和三观符合的人一起共事很重要。有时候我们根本不是想换工作，而是想换同事。

第十一章　尽职调查报告的核心写作要素

通过访谈和取证，将尽职调查的工作体现在报告中。报告核心构架和写作要素如下：

核心写作要素		
封面	4. SWOT 分析（优势、劣势、机会、挑战）	5 关联方及同业竞争
尽调情况说明 （尽调背景+范围+时间+团队）	5. 护城河分析	6. 重要资产
目录	6. 创新与执行力	7. 重要合同
	7. 企业增长路径（非常重要）	8. 劳动人事
第一部分 投资概述	8. 业务风险提示	9. 税务
一句话企业简介 + 投资背景 + 投资逻辑（价值+风险+价格） + 投资结论		10. 重大诉讼、仲裁及规范性
第二部分 行业与市场分析	**第五部分 财务尽职调查**	
第一章 行业与市场总结	第一章 财务尽职调查总结	**第八部分 技术尽职调查**
第二章 行业与市场正文	第二章 财务尽职调查正文	1. 技术尽职调查总结
1. 行业研究总结	1. 财务报表分析（分析资产负债表+损益表+现金流量表，重要栏目加备注，分析模板见附件）	- 技术优势
2. 专业术语解释	2. 重要科目分析（应收账款、应付账款、库存、固定资产、付息债务等）	- 技术劣势
3. 行业对应的宏观背景	3. 业绩分析（分析历史三年各产品线收入的趋势，业绩贡献比例，毛利率波动）	- 后续建议

4. 行业概况	4. 前十大供应商分析（名字+累计订单金额+集中度等）	2. 技术尽职调查正文
5. 产品/服务介绍	5. 前十大客户商分析（名字+累计订单金额+毛利率+集中度等）	- 调研目标
6. 产品/服务的发展历程	6. 留存分析（互联网企业适用，分析模板见附件）	- 技术团队
7. 驱动行业的因素	7. 合同检查（工程类企业适用，分析模板见附件）	- 产品设计
8. 商业模式		- 技术
9. 行业规模	**第六部分 管理团队尽职调查**	- 技术保障
10. 竞争格局（**非常重要**）	第一章 管理团队尽职调查总结	- 运营数据
11. 投资逻辑	第二章 管理团队尽职调查正文	
12. 重点公司	1. 管理团队简历	**第九部分 交易结构及回报测算**
第三部分 企业概况	2. 核心人员构架图	1. 投资方案主要内容（估值和比例、交易结构、退出方式）
1. 企业概况（公司名称+所属行业+成立日期+注册资本+注册地址+主营业务+员工总数+实际控制人+股东结构图）	3. 核心人员分析与历史三年员工变动分析（分析模板见附件）	2. 投资方案测算
2. 组织构架图	4. 组织能力分析（财务系统+人事系统+管理团队）	3. 估值参考及退出通道
3. 发展历程		
	第七部分 法务尽职调查 备注：本手册不涉及法务尽调。但如果团队资源有限，简单或初期项目的法务尽调完全可自行解决	**第十部分 投后管理**
第四部分 业务尽职调查	第一章 法务尽职调查总结	
第一章 业务尽职调查总结	第二章 法务尽职调查正文	**第十一部分 总体评价**（或可参见如上各章节总结部分）
第二章 业务尽职调查正文	1. 公司基本情况	1. 投资价值
1. 公司经营战略（愿景使命+战略目标+战略方向选择+主要竞争策略）	2. 公司的股权结构和实际控制人	2. 投资风险

2. 商业模式（产品介绍和定位+采购+销售+营销+盈利）	3. 公司的股本演变	
3. 竞争力分析 （波特的六力模型：现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商、客户、替代品、企业互补因素）	4. 公司的业务资质	

Tips：

- 报告尽量做到管理咨询报告的程度，可以给标的公司有用的建议，作为增值服务的一部分。如果仅仅用于投委会的决策，工作价值都打了折扣；
- 大多数人只是一个接一个项目的做，很少有人会主动持续优化方法论本身。持续优化方法论是一种大脑算法的更新，非常有价值。这种价值可能一时半会看不出来，但长期坚持大有好处。

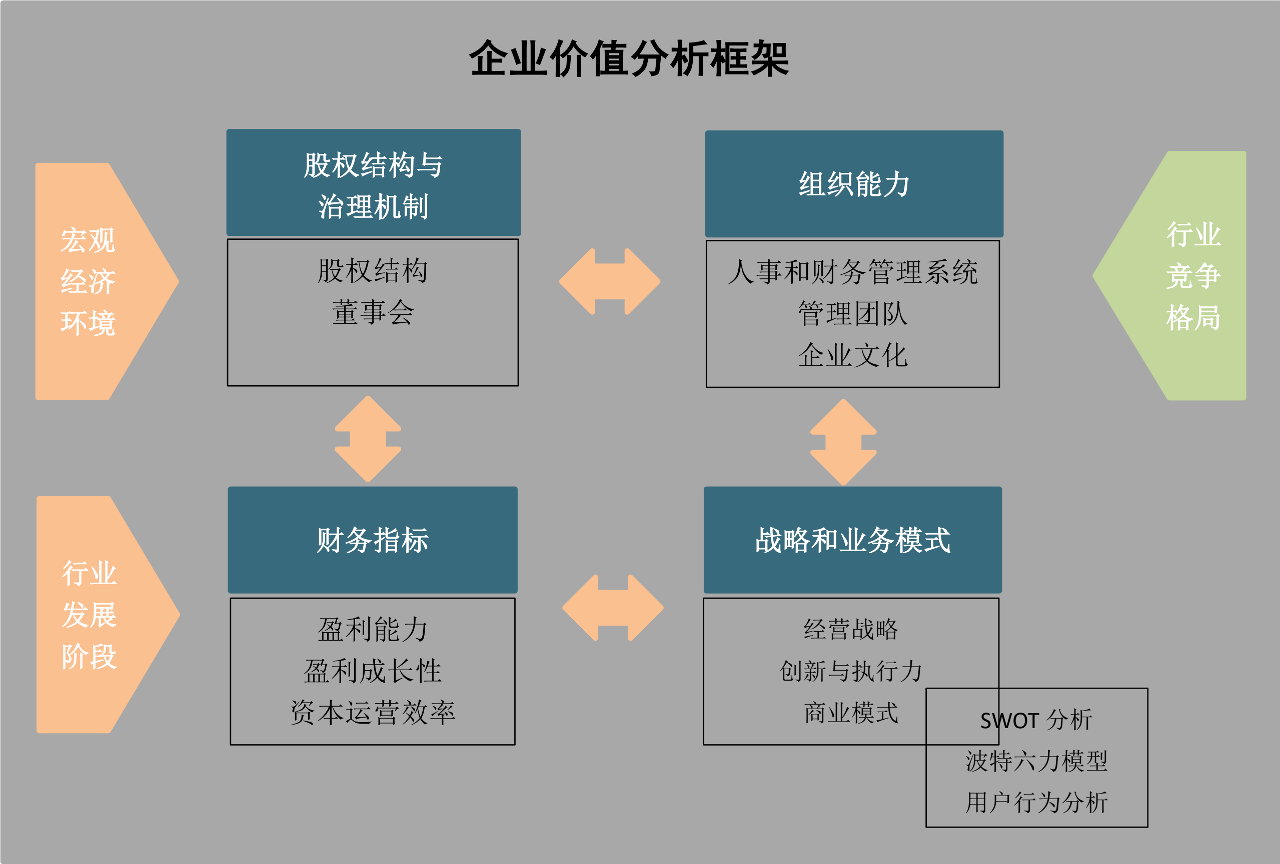
我们继续对部分核心写作要素，说明尽调方法和关注要点。

尽职调查的主要目的，是发现企业的价值和风险，判断是否存在可持续的核心竞争力。笔者编写的“企业价值分析框架”综合考虑外部因素（宏观经济+行业发展+竞争格局），和内部因素（财务指标+战略业务+管理组织+股权结构）。而在实际尽调中，需根据项目所处阶段（种子+天使+VC+PE+已上市）酌情使用，要有取舍。例如，种子和天使阶段的项目，重点关注团队+商业模式。VC 阶段重在进一步验证商业模式可行性和运营指标。PE 阶段，进一步关注财务成长性、组织能力和股东治理等。

注意分析框架中四个因素（财务指标+战略业务+管理组织+股权结构）的之间，定量和定性结论的交叉验证，。首先有管理团队，才有业务模式，结果体现在财务指标中。财务指标是表象，是基于战略和业务的结果，而根基在于管理团队。它们是相互联系和影响的，要反复进行交叉验证，而不是孤立的看。

另外，报告核心构架是报告写作建议的标准格式，而企业价值分析框架是判断价值和风险的一些方法和思路。不需生搬硬套，或视为教条。这只是一种思维方式而已。

最后，到底什么是是企业可持续的核心竞争力？表面是看，竞争力体现在几个方面，例如品牌、渠道、用户体检、价格、运营效率、用户体验、口碑等。但随着时间推移，竞争加剧，或运气的原因，最后能存活下，且始终保持竞争力的企业非常少。真正的可持续的核心竞争力，来自企业家、团队，及员工那种永不满足，永远在路上，持续渐进式的创新和优化。高瓴资本张磊说过：“他一直在寻找具有伟大格局观的坚定实践者”。可能他想表达的，就是这个意思。



一、财务指标分析

通过分析财务指标，对管理团队和业务模式进行交叉验证。如果财务指标有问题，肯定是管理团队和业务模式出了问题。这部分以定量分析为主。

首先，财务尽调人员获得和审阅至少近三年期的资产负债表、利润表和现金流量表。并把核心财务数据梳理整齐。就财报数字的真实性，建议请会计师事务所来验证为主，投资经理专注投资价值分析。

模板：核心财务指标分析

核心财务数据				
	2014年	2015年	2016年	2017年
一、利润表				
一、营业收入				
构成 - A产品				
构成 - B产品				
构成 - A产品（占比）				
构成 - B产品（占比）				
构成 - A产品（毛利）				
构成 - B产品（毛利）				
渠道 - 国内				
渠道 - 海外				
渠道 - 国内（占比）				
渠道 - 海外（占比）				
减：营业成本				
营业税金及附加				
销售费用				
管理费用				
财务费用				
资产减值损失				
加：公允价值变动收益				
投资收益				
二、营业利润				
加：营业外收入				
减：营业外支出				
三、利润总额				
减：所得税				
四、净利润				
归母净利润				
少数股东损益				
扣非净利润				

二、资产负债表				
流动资产				
货币资金				
应收票据				
应收账款				
其他应收账款				
预付账款				
存货				
非流动资产				
可供出售金融资产				
长期股权投资				
投资性房地产				
固定资产				
在建工程				
无形资产				
商誉				
递延所得税资产				
流动负债				
短期借款				
应付票据				
应付账款				
其它应付账款				
预收账款				
应付职工薪酬				
非流动负债				
长期借款				
应付债券				
递延所得税负债				
流动资产				
非流动资产				
流动负债				
非流动负债				
权益合计				
归母权益合计				

三、现金流量表				
1.1 经营现金流				
1.2 投资现金流				
1.3 筹资现金流				
1.4 现金净增加额				
2.1 自由现金流				
2.2 现金分红				
2.3 分红率				

一、盈利能力指标				
1. 营业收入				
2. 净利润				
3. 毛利率				
4. 净利率				
5.1 销售费用率				
5.2 管理费用率				
5.3 财务成本率				
5.4 三项费用率合计				
二、成长性指标				
1. 收入增长率				
2. 净利增长率				
三、资本运营效率指标				
1. 库存周转天数				
2. 应收账款周转天数				
3. 应付账款周转天数				
4. 固定资产周转天数				
5. 总资产周转率				
三、供应商/客户集中度				
前五名供应商				
前五名客户				
四、人员效率指标				
1. 员工总数				
其中员工工资				
2. 员工增速				
3. 人均工资成本				
4. 人效				
5. 人效增速				
6. 专利数量				

五、盈利质量分析				
1. 净资产收益率ROE				
2. 杜邦分析				
- 销售净利率				
- 资产周转率				
- 杠杆比率				
三项目乘积				
3.1 经营现金流转化率				
3.2 自由现金流转化率				
4.1 资本开支/利润比值				
4.2 资本开支				

六、债务指标				
1. 短贷（一年内）				
1.1 银行贷款-无抵押				
1.2 银行贷款-有抵押				
1.3 债券				
2. 长贷（一年以上）				
2.1 银行贷款-无抵押				
2.2 银行贷款-有抵押				
3.3 债券				
3.1 合计				
3.2 短贷比例				
4.1 资产负债率				
4.2 有息资产负债率				
4.3 流动比率				
4.5 速动比率				
4.6 保障倍数				

审阅分析的要点如下。

关注点 1：盈利能力指标

是否比同行更高更稳定的毛利率和净利率；更低的成本费用率（销售+管理+财务费用）。

案例解读：从财务报表看公司的核心竞争力

公司的竞争力主要反映在毛利率 + 上下游的收付款能力

（1）毛利率

毛利率非常重要，关系到投资方向选择+衡量成长性+评价经营业绩+判断企业是否操纵盈利+分析核心竞争力+发现公司潜在问题。

格力毛利率高达 36%，对传统家电企业就非常厉害，竞争力很强。长虹约 14%。再比较下两家公司的销售+毛利率，就发现两个量级的差距。

（2）上下游的收付款能力

产品竞争力越高，对上下游的溢价能力越好。

对于销售（下游）。销售收入除了现金外，由 3 个财务指标推动，预收账款 + 应收账款 + 应收票据。可以通过比较收入和 3 个指标的差距，来判断对下游的回款能力或竞争力。

如竞争力非常好，像茅台，不提前打款就不发货，就会有预收账款。如竞争力不足，比如部分环保工程公司，很苦逼，就会发生回款周期长 + 应收账款很高 + 压 10%质保金的情况。

对于采购（上游）。采购除了现金外，由 3 个财务指标推动，预付账款 + 应付票据 +应付

账款。可以通过比较付款金额和存货，来判断对上游的竞争力。

如竞争力非常好，像格力，他的存货 86 亿，应付票据+应付账款-预付账款=310 多亿。格力欠供应商的钱远远高于存货，说明对供应商很强势，竞争力很强。

格力很强势，上游、下游都要听他的安排，因为他的产品够好。同样的案例，也包括老干妈、贵州茅台酒等

关注点 2：成长性指标

是否比同行更高的销售增长率，长期稳定的利润增长率。

要分析销售增长可能是有哪些驱动因素，它是由什么原因造成的，未来驱动因素是否持久。比如很多上市公司会通过收购来做报表的增长，但这并不代表企业自身的业务能力。其次，收入确认。这是一个比较技术性的问题，多咨询专业会计师。

理想情况下，销售额与净利率同步增长，且利润的成长略快于销售增长。相反，没有利润的销售增长，或没有销售增长的利润成长性，长期看都会存在问题。

案例解读：财务预测

财务预测是投资者做企业估值的基础。投资者在自己做估值模型的时候，很大一部分数据来源于目标公司的财务预测，那么尽职调查就是看财务预测提出的增长水平是否合理。主要从以下四个方面来看：

- 财务预测中的主要假设是否有足够的事实数据支撑
- 目标公司管理层的财务预测与历史期间的业绩表现相比是否合理？
- 财务预测中的收入有多少是来自于现有业务，有多少目前已有合同保证
- 财务预测的编制过程是否全面合理，历史期间预算的准确程度如何

像 TMT 行业的业务模式非常的多样，可能历史上的增长比较少，但是预计未来会有爆发式的增长，这个具体还是看投资者的判断。投资者自己也会做商业尽调，这就是为什么像滴滴、美团一直在烧钱，但是还是有很多投资者愿意去投，这与投资风格也有一定关系。

Tips：营业收入问题是最大的不规范，包括

（1）为避税，隐瞒收入，或冲抵不合规的成本费用；

（2）违反权责发生制，如以收款&开具发票为依据确认收入；

（3）对符合收入确认条件的业务随意延迟、跨期或提前确认收入；

（4）运用不符合企业实际的业务情况，如提供劳务服务或咨询服务的行业，没有分期，而是一次性确认收入；

关注点 3：资产运营效率

公司的资产运营效率包括存货周转天数、应收周转天数、应付周转天数、固定资产周转天数，和人力资源效率。更高的资产运营效率意味着占用更少资本实现更高的销售额和利润。因此，资本回报率也更高。

以及其它重要指标，包括总资产周转率、资产负债率、流动比率等。

指标	解读	公式
存货周转天数	企业从取得存货开始，至消耗、销售为止所经历的天数。周转天数越少，说明存货变现的速度越快。	存货周转天数 = 360 / 存货周转次数 其中 存货周转次数 = 销售成本 / 存货平均金额 存货平均金额 =（期初金额+期末金额）/ 2
应收周转天数	表示自企业从取得应收账款的权利到收回款项，转换为现金所需要的时间	应收账款周转天数 = 360 / 应收账款周转率 其中 应收账款周转率 = 赊销净额 / 应收账款平均余额 赊销净额 = 销售收入 - 现销收入 - 销售退回、折让、折扣 应收账款平均余额 = （期初应收账款余额+期末应收账款余额）/ 2
应付周转天数	衡量公司需要多长时间付	应付账款周转天数 = 360 / 应付账款周转率

	清供应商的欠款	其中 应付账款周转率 = 主营业务成本净额 / 平均应付账款余额 平均应付账款余额 =（应付账款期初余额 + 应付账款期末余额）/ 2
固定资产周转天数	固定资产转换成现金平均需要的时间，即平均天数。	固定资产周转天数= 360 / 固定资产周转率 其中 固定资产周转率 = 销售收入 / 平均固定资产净值 固定资产平均净值 =（期初净值+期末净值）/ 2
人力资源效率	衡量公司人均产出	人力资源效率 = 总收入/平均员工数量 或 人力资源效率 = 总利润/平均员工数量
总资产周转率	表示多少资产创造多少销售收入	总资产周转率 = 销售收入/ 平均总资产
资产负债率	反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，体现一个企业的资本结构是否合理。	资产负债率 =（负债总额÷资产总额）×100%
流动比率	反映企业的短期偿债能力。流动资产是最容易变现的资产，流动资产越多，流动负债越少，则短期偿债能力越强.	流动比率 = 流动资产 / 流动负债。

关注点 4：盈利质量分析

（1）净资产收益率（ROE）

关注净资产收益率（ROE），是净利润与平均股东权益（所有者权益）的比值。该指标反映股东权益的收益水平。

计算公式：净资产收益率 = 净利润 / 股东权益

其中，股东权益 = （本年期初净资产+本年期末净资产）/2

Tips：美国过去两百年（1801-2011 年）的复合回报率是 7%左右，所以，7%可以视为上市公司的平均水平。投资标的长期 ROE 达到 10-15%以上，就属于合格或良好了。但巴菲特说过："只有非常少的公司，长期 ROE 达到 15%以上"。

（2）杜邦分析

关注杜邦分析，是理解资本盈利质模式的重要工具。将净资产收益率（ROE）分解为资产负债表和利润表的主要项目。

净资产收益率（ROE） = 销售净利率 × 资产周转率 × 杠杆比率

其中，

销售净利率 = 净利润 / 销售收入

资产周转率 = 销售收入/ 平均总资资产 = 销售收入 /（（期初总资产 + 期末总资产）/ 2 ）

杠杆比率 = 总资产 / 净资产 = 1/（1-资产负债率）

杜邦公式的三个子公式，代表三种盈利增长模式。如纯粹看公式，如三项都很高，ROE 自然会很高。但一般很少企业会出现"三高"的情况。

杜邦分析的三种模式	典型行业	关注要点
高利润模式	奢侈品行业，如贵州茅台、LV、Prada	关注高利润如何获取的，高利润是否可持续
高周转模式	商贸行业，如永辉超市、Costco	关注资产运营效率（库存、应收、应付、固定资产、人效等）是否足够高效。当然，如果净利率很低，无论周转率多少高，都不会有太好的净资产收益率。
高杠杆模式	公用事业行业，如发电、高速公路、环保企业。东方园林、宝钢股份。	由于这类模式的资产负债率往往比较高，要关注付息负债的金额和占比，确保公司能及时还清利息和本金，确保稳健经营。

（3）现金流的转化能力

关注营业收入的质量如何，能否实实在在转化为公司的现金流，包括经营现金流和自由现金流。转化比例越高，说明公司的盈利能力越有含金量。

企业收入很高，但没有现金流的原因很多，可能是应收账款，或者业务模式有问题，一直在烧钱。要找到背后的原因，是否合理，符合商业常识。长期看，不能创造现金流收入的企业，是没有价值的。

但是还有一种情况。销售收入涨，现金流涨，但利润很少涨。偏互联网企业，该情况较多。著名案例是亚马逊和京东，逻辑是为实现长期快速扩张市场规模，垄断市场和打造核心竞争力，而牺牲短期利润。现金流增长是因为销售规模、占用上游供应商的货款、和极高的周转率。这是平台级公司的打法，很少公司能玩得转。

但现实中，大多数互联网项目的问题是，销售收入增长靠付费流量和补贴客户，运营成本居高不下导致没有净利润。就更谈不上现金流了。

最差的情况，是许多美容类项目，通过预充值的形式，实现现金流的火箭式增长。而实际符合会计准则确认的收入和净利，会远远低于现金流增长。弄不好就成了骗局，变成“to 预充值卡”模式。

经营现金流转化率 = 经营现金流 / 净利润额

自由现金流转化率 = 自由现金流 / 净利润额

关注点 5：其它重要财务指标

（1）营业收入和毛利率

根据不同业务和产品类别，分析三年毛利变化的趋势。

业务类别	收　入	成　本	毛利率
AA			
BB			
CC			
合计			

分析公司前十大客户及毛利率

客户名称	行业	收入	成本	毛利率	收入占比	毛利是否正常

（2）应收账款及账龄

公司三年应收账款账龄情况

账龄	应收账款金额	占总应收款比例(%)	提取的坏账准备	实际发生坏账金额
1年以内	12,000	65.38%	598	
单项金额不重大	3,000	17.94%	328	
1-2年	2,000	9.96%	546	
2-3年	800	4.50%	412	
3-4年	60	0.34%	50	
4-5年	30	1.88%	344	
5年以上				
合计	17,890		2,278	

公司两年以上主要长账龄情况

客户名称	余额	2-3年	3-4年	原因

（3）前十大供应商

分析公司前十大供应商

供应商名称	采购品类	采购金额	占总采购金额	赊销账期

（4）期末借款情况及可筹资额度分析

银行名称	本期余额	借款期间	利率（年%）	借款类型	抵压物/担保方	最高债权额（万元）

（5）深入检查每月增长和盈利的质量（特别是互联网企业）

需将财务尽调的细节颗粒度放大到每月。如下表格关注每月增长的质量。

目的：验证收入是否增长

销售收入月度增长	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
销售收入												
销售收入月度增长												

目标：验证收入是否有竞争力

主营业务成本和毛利率	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
主营业务成本												
毛利率												

目的：验证费用是否可控

销售和管理费用变化	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
销售费用												
管理费用												
销售费用占收入比												
管理费用占收入比												

目的：验证利润是否含金量

现金流和余额变化	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
经营现金流												
经营现金流占利润比												
现金余额												

（6）合同业绩分析（可选内容）

针对业务类型为大件合同销售为主的企业，如建筑工程、高端装备制造等，该模板适用。

对合同销售、收入确认合规性、和现金流的真实性，是否关联交易等进行验证。

序号	公司名称	行业	合同名称	合同金额	签订日期	验收时点	工期	付款条款	2016年确认收入	验收单情况	是否有监	提前确认收入	成本	毛利率	毛利是否正常	回款金额	回款方式	回款时间	凭证号
1	XX公司					功能验收	签订合同N天交货，N天安装												
						功能验收	签订合同N天交货，N天安装												
			合计	-												-			

财务尽调常识

最后，笔者提供财务尽调的一些常识。

1、赚现金不要赚利润。利润表的收入可能远比利润重要得多。收入是客户用真金白银给企业的投票，是最能反映企业价值的指标。此外，判断收入真实性的唯一重要依据是收入是否有真实现金流支持。在财务核数工作中，PE 有时甚至要将收入、费用的确认基础从权责发生制调整到收付实现制，来验证企业的收入、费用、成本与现金流的配比。

2、经营性现金流是现金流量表上最为重要的指标。如果企业有很大的销售量，但应收账款过大、经营性现金长期为负，就会出现有利润没有现金的尴尬情形。创造持续的现金流动能力是企业生命力和竞争力所在，只赚利润不赚钱的企业不是好企业，会面临很多经营性的问题。

3、看资产负债表要特别关注资产流动性。流动性越强的企业，财务弹性和盈利能力越好。企业的利润直接来源于流动资产的“流动”而不是固定资产的“折旧”，因此，对于那种资产规模很大、流动性却很差的企业，要小心。

4、相信常识，不要相信奇迹。对远高于同行的财务指标需要小心，比别人聪明一点已经不太容易了，要聪明很多更是难上加难。“我什么都不缺，就缺钱”，如果有了 PE 的投资，利润就会翻倍的结论要小心。

5、有时要跳出数字本身，以经营者的立场看待财务数据会更清楚

（1）高利润率意味在产业链上拥有强势地位。在这种情况下，企业就会尽量占用上游客户的资金，而不给下游客户很长的赊账期，如果这两者背离，往往意味着其高利润率不真实；

（2）对账期长于行业平均水平的应收账款要予以关注，企业不会轻易让客户拖欠货款，长期收不到款的收入基本是有问题，或双方有纠纷，或发生坏账，甚至当初确认收入时就是虚构的；

（3）项目企业也不会轻易库存过多的存货，除非该存货是稀缺或有呆滞的。因此，存货数量过大往往是高估利润的表现；

（4）企业一般不会选择增加当期税负的会计处理方法；

（5） 对自己高成长有信心的企业，债务融资一定是首选；

（6）企业利润和现金流之间应有一个行业配比关系，如果看到一个项目企业的应收账款余额远大于净利润，对其进行账龄分析核查就显得特别重要。

6、关注“硬”的财务指标：花钱的数据最真实

（1）通过工资表判断企业的人才竞争优势。将项目企业的员工薪酬与行业平均工资水平作比较，可以看出其吸引人才的能力，对于技术型企业，员工的报酬和相关的激励机制更是反映团队稳定性的重要指标。

（2）通过水电费、运费单判断企业的生产、销售能力。对于制造型企业，水电费和运费是甄别其生产规模、产能、销售能力的试剂，漏税容易偷电难，这些水电费、运费等指标有时对判断企业的真实生产和销售情况比从营销入手更为有用和可靠。

（3）通过银行借款判断企业的诚信度和财务弹性。企业如果对自己的发展有信心，其融资的首选一般是债务融资。因此，在企业有可抵押资产的情况下不选择银行融资是需要关注的，反过来，如果银行给予信用借款，那对企业素质的评价就可以加分，而一个从来没有产生逾期还款的企业是值得信任的。

（5）通过供应商账期判断企业的行业竞争力。账期跟产业链地位有关系，跟项目企业本身也有关系，供应商会比较了解下游的客户，如果给予的账期高于或低于行业水平，都需要关注。

（6）通过纳税判断企业的盈利能力。一般情况下，没有一个企业会在没有销售或利润的情况下去缴税，因此，完税证明是判断企业销售和利润最直接的方法。现阶段，在本土企业中，良好的纳税记录起码意味着企业还有成长空间。

二、战略和业务模式（涉及“第四部分 业务尽职调查”）

（一） 公司经营战略

（1）愿景和使命（Vision & Mission）

要了解公司的愿景和使命，即“我们的业务是什么”，或“我们要成为一家什么样的公司”。一个好的愿景和使命可以概括公司的价值信念、客户、产品、服务和市场。可以让公司内外人人都能理解。

（2）战略目标 （Strategy Objective）

公司未来 3-5 年的战略计划。对内可以是一些财务指标。对外可以是市场份额和排名。

尽量获取公司历年的战略目标文档，用于检验公司实现战略计划的能力。

（3）战略方向选择（Where to Play）

公司的目标客户是谁，在哪些地方参与竞争。比如根据地理城市、人口特征、消费心理、消费行为、消费者细分需求来定义。例如，Costco 超市的目标客户，就是美国城市居住广泛的中产阶级家庭。

产品的定位和定价。定位高端追求品质、中产追求性价比，还是低端入门的客户。

销售渠道。通过直接或间接渠道，如通过直营店或代理渠道进行分销。新渠道如互联网，网红等方式。

（4）主要竞争策略（How to Win）

简单的说，公司如何去赢得市场、获得业务和客户。虽然要公司来解释，但我们要结合 SWOT 来分析。

笔者准备了战略检查清单，从定性的角度予以评估公司经营战略的优劣。

（二） 公司的商业模式

（1）产品介绍和定位

介绍公司的业务或产品是什么，能解决什么问题或需求。业务定位是什么，客户是谁。

考虑到公司的业务线可能很繁多，可以通过编写业务全景图的方式，帮助理解。

模板：梳理业务全景图，分析业务、盈利、营销模式

	一、业务模式			二、盈利模式							三、营销模式				
	业务模式	核心技术+销售人员	供应商结构	合同金额	销售收入	销售成本	毛利率	业绩权重	销售确认方式	回款方式和周期	主要客户	主要竞争对手	市场份额	现状（技术门槛+竞争程度）	外来发展方向
AA业务															
BB业务															
CC业务															
DD业务															

模板：梳理业务发展的趋势

	收入			业绩贡献比例			毛利率		
业务领域	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
AA业务									
BB业务									
CC业务									
DD业务									
合计									

模板：梳理产品家图谱（如涉及产品）

1系列家族			2系列家族		3系列家族		
AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA

（2）商业模式分析

介绍公司的采购模式、营销模式、销售模式、和盈利模式。

采购模式，介绍供应商的选择余地是否广泛，是否有签订采购合同，账期和支付条件，替换成本是否高，是否构成主要的直接成本。

营销模式，介绍如何获取客户的，产品或服务是如何进入客户心智的。比如小米科技，通过早期通过雷军自带流量的粉丝和饥饿营销，后期依靠良好的用户口碑。而在改革开放早期，很多大企业往往在 CCTV 黄金时段，进行无差别的重金营销。

销售模式，介绍如何进行产品或服务的渠道分销。渠道是企业很重要的要素。特别是企业成长的早期，第一大优质客户的开拓，是其形成规模拐点，提高成功率的重要条件。例如，小米科技以官网自营为主，实体店直营为辅，以及其它更次要的多渠道策略。

盈利模式，介绍公司获利的来源。通过产品买卖的差价、收取会员费、按照提供服务付费等。有时看似差不多的生意，其实盈利的本质大有区别。例如，沃尔玛超市的天天平价，依靠商品买卖差价，约 24%的毛利率盈利来盈利。而同样作为超市的 Costco，商品毛利只有约 12%，扣除运营成本后，基本不赚钱。Costco 真正的利润来自九千多万忠实的付费会员年费。

（三）SWOT 分析

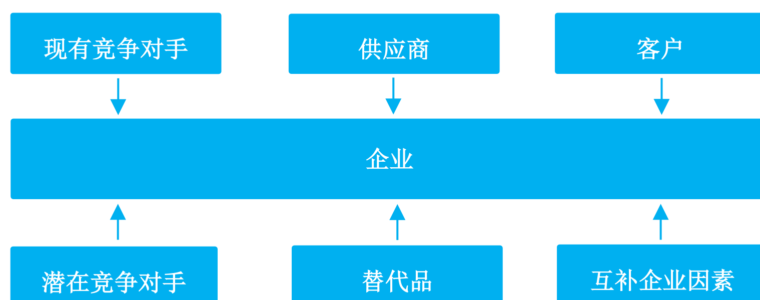
对公司内部能力和外部经营环境进行评估时，SWOT 分析框架是最常用的公司战略分析工具。尽调中，要充分了解公司的内在弱点会比较困难，或不全面。这是项目风控的要点，需做重点关注。

Strength（内在优势） 公司相较于竞争对手具有的独特之处： 品牌、渠道、技术、组织能力等	Weakness（内在劣势） 公司内部存在的劣势： 产品技术劣势、渠道能力、资金实力等

Opportunities（外部机会） 公司外部出现新的发展机会： 新消费者习惯、新技术迭代、行业政策等	Threats（外部威胁） 公司外部因素对公司运营的威胁： 产业政策变化、竞争对手紧跟、渠道变革

（四）波特六力模型

波特的六力模型包括现有竞争对手、潜在竞争对手、供应商、客户、替代品、企业互补因素。简单说，通过该分析去判断企业是否有“定价权”，能否硬的起来。有定价权的企业，毛利率和净利率才会高于行业水平。通过回答如下问题，来做判断。



➢ 现有竞争对手

1. 竞争对手数量多吗？他们的资本是否雄厚？他们是否清楚瞄准了你？
2. 行业进入障碍较低，势均力敌竞争对手较多，竞争参与者范围广泛；
3. 市场趋于成熟，产品需求增长缓慢；
4. 竞争者企图采用降价等手段促销；
5. 竞争者提供几乎相同的产品或服务，用户转换成本很低；

➢ 供应商的议价能力

1. 供应商数量很多，有足够多的选择余地；还是只有几家，可以扼住你的咽喉？供应商集中度越高，寡头垄断，则整个行业都很难有好的盈利。例如全球铁矿被三大铁矿公司垄断。
2. 供应商是充满挑衅，贪得无厌，还是较为谨慎稳妥，更注重长期关系？
3. 供应商给的账期条件如何？
4. 采购物品的价值构成了买主产品总成本？

5. 供方的产品各具有一定特色，转换成本太高？是否有替代品？

➢ 客户的议价能力

1. 客户数量很多，还是仅仅依靠一两家主要客户做生意？如客户依赖度和集中度很高，或客户有垄断性，则公司可能只是价格的被动接受方，就不可能获得超出社会平均回报很多。例如，电网对发电企业、政府对公用事业公司、百度对推广商户的定价权。
2. 客户是看到激烈的竞争而对你求全责备，还是采用较为温和的态度？
3. 资金回笼情况来看市场地位（支付条件）
4. 客户自身的档次和优质情况来判断企业的市场地位、需求、潜力、可持续程度？
5. 客户所购买是标准化产品，同时向多个卖主购买产品也完全可行？
6. 客大欺主?

➢ 潜在竞争对手（或称行业壁垒、新进入者，是否想做就能做）

这些对手现在还没出现，但形势一变，它们就有可能进来。进入障碍主要包括规模经济、产品差异、资本需要、转换成本、销售渠道开拓、政府行为与政策、不受规模支配的成本劣势。

在低进入门槛的行业，短期的高利润率会吸引众多的新进入者。如养猪业就是典型例子，供过于求和随后两三年的低猪价，形成大约 3 年一轮的猪周期。又如，早年很火的徹思叔叔（一种芝士蛋糕），突然间出现各种版本的 XX 叔叔。最终，导致高利润率消失，整个行业很难做。其实，纯互联网（to C 端）创业，也是一种进入门槛很低的形式，竞争极其激烈，成功率更低。

最后，还需考虑公司退出壁垒。由于地方政府对税收和就业的考量，部分行业就算供过于求，亏损严重的企业由于受到保护而无法退出，导致长期产能过剩和亏损。退出壁垒会导致整个行业长期无法获利。

➢ 替代品

我认为这是最致命的一点。新技术、新方法可以颠覆旧秩序，建立新规则，是商业环境发生根本性变化。例如，高铁对飞机，微信对电话短信的冲击。其中，最微妙和内在的诱因是，

用户改变了原先的购物习惯，这种过程漫长而又迟缓。典型案例包括美团对方便面企业的冲击。

1. 替代品价格越低、质量越好、用户转换成本越低，其所能产生的竞争压力就强；

2. 而这种来自替代品生产者的竞争压力的强度，可以具体通过考察替代品销售增长率、替代品厂家生产能力与盈利扩张情况来加以描述。

➢ 互补企业因素

互补企业就是为客户提供互补性产品的其他企业。每个公司的产品都要和其他公司的产品相互结合，才能发挥更大的作用。例如，汽车需要汽油，计算机需要软件，Apple 生态圈需要各种 App。通常情况，互补企业的利益是一致的。但有时会出现一方过于强势，发生矛盾。例如，Apple 和微信关于打赏分成的纠纷，背后隐含的是客户打开手机后，到底是选 iPhone 还是微信之争。

要点总结：

- 有定价权企业的特征。敢欠上面的钱，容易收下面的钱，别人很难进来玩，客户少了你不行。例如老干妈、贵州茅台、Apple 等强势企业

（五）护城河分析

企业的护城河并非盈利的必要条件。但没有护城河的企业，利润必将受到侵蚀，直至不赚钱。

护城河包括无形资产、转换成本、网络效应、成本优势和有效规模。

但必须重视创新对护城河的冲击。护城河并非附身符。当护城河遭遇重大技术和商业模式创新，护城河没用。

特别近来 20 年的信息技术革命时期，创新比护城河重要。创新的本质是完全不同产品的竞争，而护城河是产业内部及相邻产业的竞争。创新是质的竞争，护城河是量的竞争。护城河

为核心的投资，要在创新难以发生的领域，如食品饮料。先看创新后看护城河。创新是选择、体验、成本效率有没有 10 倍提升。护城河考虑联系的节点数量、密度、强度。

护城河的类型	解读
无形资产	品牌：与心智有关，茅台、苹果、老干妈、保时捷、可乐、宝洁、Costco。品牌带来同类溢价、复购率、市场占有率和客户价值。 特许经营权：创新药的专利保护，公用事业的价格管制。但可能遭遇价值陷阱，万一保护取消了。 地缘优势：具备地理半径优势的机场、水电、水泥。缺点是成长性较为一般。
转换成本 （最强壁垒）	用户使用的粘性：核心软件、核心零部件、苹果、Oracle 用户习惯：微软 Windows+Office 系统，万德客户端，保险产品。
网络效应 （最强壁垒）	客户越多，效果越好。 用户增长对用户价值的增强：阿里、腾讯、Facebook、Linkedin、Amazon、VISA 节点数是核心要素：快递公司
成本优势	规模导致的成本优势：富士康、Walmart、Costco、Amazon 地缘导致的成本优势：必和必拓 卓越管理导致的成本优势：Walmart
有效规模	全国电网、铁路运输

护城河的深度	解读
没有护城河	没有竞争力。即使有竞争优势，持续时间也比较短暂。
浅的护城河	竞争优势可以持续较长时间 10 年
深的护城河	竞争优势至少可以持续 20 年。

新技术毁灭传统行业

讨论下科技这个话题。新技术能毁灭传统行业，也能创造新竞争，从而摧毁这个行业里的企业一直享有的高毛利率。报纸行业就算很好的例子。

90 年代，报纸行业非常风光，报纸是不可或缺的信息来源。大多数人天天买报纸，他们上下路上看，报纸很便宜，买一份花不了多少钱。报纸没有“保质期”，新闻一定要新鲜。本地企业想把信息传达给目标客户，报纸是重要信息渠道之一。而在本地广告业务上，外地报纸一般都竞争不过本地报纸。一家报纸的竞争主要来自其他报纸、电视台。可一旦一家报纸在一个城市牢固建立起自己的地位，他就很难被取代。因此，报纸企业可以被看作拥有强大“护城河”的企业。

可随着互联网、在线社交媒体、手机应用的普及，他们断掉了大部分财源，而这一过程只用了不到 20 年时间。

百年报业完全败给了网络，给我们提供了一个很好的案例。在信息化时代，创新比护城河重要。

1950 年的地铁乘客



2018 年的地铁乘客



（六）创新与执行力

企业只有不断创新和提高执行力，才能保持竞争力，提高效率和降低成本。

（1）创新能力

创新能力包括产品、服务、营销、管理、业务模式、组织能力、公司治理等方面的创新。尽调中要寻找公司是否存在创新的迹象。

例如，早年中国家庭普遍购买桶装油的年代，金龙鱼最早在国内推出小包装食用油，这就是一种产品创新。芬尼创始人宗毅在公司内部孵化项目，推行裂变式创业模式，就一种公司治理创新。通用电气的 271 人才模式（20%高薪激励+70%平庸+10%淘汰）就是一种组织能力创新。

更重要的是公司创新的持续性。创新是一种心态，如公司高管及员工，能做到渐进式的改进，长期积累下来就是巨大的财富。

创新更多时候应该是持续的改良，而不是革命。从保守的价值投资角度看，革命性、颠覆性的创新风险往往太大。

（2）执行力

成功的企业不只在于战略，更重要的是执行。“一流的战略，二流的执行”不如“二流的战略，一流的执行”。不太完美的战略，如果执行到位，反而可以在执行中不断修正，最终达到战略的目的。

早期阿里巴巴的中供铁军（地推团队）、华为、京东都是超强执行力的企业代表。

执行力的范畴非常广泛。例如营销执行力，包括公司对营销渠道的掌控，销售渠道的深度和广度，最能体现公司在营销方面的执行力。客户服务水平，执行力体现在高于同行的客户服务水平。

笔者准备了创新和执行力检查清单，从定性的角度予以评价。

（七）企业增长路径（重点关注，非常重要）

投资就是投未来，去投资能够持续增长的公司。 所以，需要与管理层做深入访谈，分析企业未来的增长路径。

企业增长一般都围绕四个要素进行：1）研发和专利；2）渠道和商业模式；3）资本；4）人才、激励和管理构架。

询问企业业绩增长的方案是什么？如何描绘其路径？可行性有多大？公司为此做了哪些准备？难度和风险点在哪里？

除整个行业自然增长所赋予企业的增长外（外部因素导致的水涨船高），典型企业内部增长路径：1）产品升级和品类拓展；2）渠道延伸或拓展国外市场；3）产业链往前或往后延伸；4）产业并购；5）人才激励、精细化管理等。最厉害的就是业务边界突破，例如，亚马逊从卖书->卖商品->卖云服务。

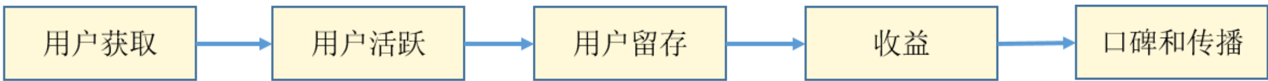
管理层光说是不够的，需要找证明，通过观察过去来预测未来。例如，公司有去挖人才吗？有申请一些新型专利吗？有为产业并购做足准备吗？

（八） 用户行为分析（互联网项目普遍适用）

针对互联网和电商企业，除了业务和财务指标分析外，还需对用户行为进行深入分析。因为用户的口碑和传播，是业务可持续竞争力的重要驱动因素。

用户行为框架涉及如下五个环节。我们针对各环节，设计分析模板。通过分析用户行为，

侧面判断管理团队+财务报表的质量。



指标使用提示：

（1）GMV、注册用户数、日活用户数等指标，更多通过营销渠道能力驱动。可通过资本和补贴强行拉升，单纯看价值不大。

（2）用户留存和口碑传播，是通过产品和运营能力驱动的。反映了公司的真正价值，是最最重要的指标，没有之一。没有用户留存和口碑传播的增长，是注定会失败的。

（3）模板使用范围受限，因为很依赖真实+准确的数据，而很少企业能提供完整的数据。

（4）很多指标的定义和判断，要根据不同行业和产品的特点，具体情况分析。例如日活跃用户，对网易云阅读，用户只要看了某本书的目录，就算是。对于电商，登陆过 APP，或下单过。例如用户留存，母婴电商用户头两年粘性会很高，后面甚至会消失。

1、交易行为指标

核心指标	解释
GMW Gross Merchandise Volume 成交金额	是成交总额（一定时间段内）的意思。GMV = 1 销售额+2 取消订单金额+3 拒收订单金额+4 退货订单金额。GMV 是流水，只要你下了订单，生成订单号，就算 GMV。而这个订单转化为平台的实际收入还会有 2、3、4 这些流失量。所以 GMV 不等于实际销量收入，各大电商平台公布的 GMV 数据都是有一些水分的。公式中列举的 GMV 是最具水分的一种算法。
收入	符合会计准则，确认的收入。
货币化率	货币化是指网站通过广告、订阅费、应用内收费等方式变现。货币化率是转化的比例，是电商平台重要的运营指数。 货币化率 =（营业收入/GMV）×100%
SKU Stock Keeping Unit 库存量单位	定义为保存库存控制的最小可用单位。例如一款女装中粉红色的 S 码是一个 SKU，M 码是一个 SKU，L 码也是一个 SKU。所以一般一款女装是有 S、M、L、XL、XXL、XXXL6 个 SKU。 Tips:对各 SKU 的 GMW 分析，可以判断交易商品的品类、数量、占比。
点击付费用户转换率	是网站最终能否盈利的核心。 点击付费用户转化率=（转化次数/点击量）×100%

ARPU Average Revenue Per User 人均活跃用户付费	代表了用户的付费能力和用户价值，一般会根据用户 ARPU 分层来划分不同价值的用户。ARPU 统计期间多为月。 ARPU = 流水/活跃用户

Tips:用 EXCEL 统计和分析如上用户行为的每月趋势。

2、用户行为指标

核心指标	解释
下载用户数（当月）	
下载用户数（累计）	
注册用户数（当月）	
注册用户数（累计）	
活跃用户行为: ▪ PV（Page Visitor）单位时间内（一般指一天）页面被访问次数 ▪ UV（Unique Visitor）单位时间内来访唯一用户数 ▪ DAU（Daily Active Users）日活跃用户 ▪ MAU（Monthly Active Users）月活跃用户 ▪ 日活跃商户 ▪ 月活跃商户	（1）注意新增用户的来源渠道、获客成本和留存质量，如搜索引擎、社交网站、SEO 优化，还是地推等。这时候就需要关注不同渠道的新增用户数和用户获取成本。新增用户留存率高，才可持续。 （2）如何定义日活跃用户？要具体情况分析，比如网易云阅读（阅读类的），用户只要看了某本书的目录就算是。对于电商，下单过就算。对于 Whatsapp,创始人将对外发布消息的数量，作为活跃用户的定义。
付费用户数（累计）	
活跃用户比率分析 ▪ 新活跃用户率 =(新活跃用户数/新用户数)×100% ▪ 老活跃用户率 =(老活跃用户数/老用户数)×100% ▪ 总活跃用户率 =(新老活跃用户数/注册用户总数)×100%	
其他用户行为比率分析 ▪ 注册用户转化率 = （注册用户/下载用户）×100% ▪ 付费用户转化率 = （付费用户/活跃用户）×100%	
用户粘性指标（对于网页或 APP） ▪ 页面访问深度 ▪ 单页访问时长 ▪ 页面跳出率	注:（1）访问深度，是指用户一次连续访问的店铺页面数（即每次会话浏览的页面数），所以平均访问深度即用户平均每次连续访问浏览的店铺页面数。用户平均访问深度=浏览量（pv）/访问人次。 （2）跳出率是指仅阅读了一个页面就离开的用户占一组页面或一个页面拜访次数的百分比。

3、用户留存分析

本小节内涵丰富，所以描述较详细。



留存用户指新增用户中后续还活跃的用户，如果用户只是不断新增，不断流失，用户规模基本没啥变化，就无法沉淀，没意义。留存率反映产品质量、运营效果和用户粘性。

一般说留存是指新增用户随后一段时间活跃情况，为什么要选择同一天新增用户，因为同一天新增的用户更具有比较意义，如果是不同日期新增的用户，因为使用业务的时间长短不同，粘性肯定会不一样，比较意义不是太大。留存率有日留存、周留存、月留存，不同类型的产品，关注的留存类型不同。

留存率表示某天新增的用户 N 天后有多少用户仍然活跃，一般比较关注的是次日留存率、3 日留存、7 日留存率、15 日留存率、30 日留存率，例如今天新增 100 个用户，明天还有 50 个用户活跃，则次日留存率为 50%，如果第二天后还有 30 个用户活跃，也二日留存率为 30%。

留存率主要在于比较，从以下几个方面解读留存率：

（1）对比竞品和自有产品的留存率，留存率的高低能够反映出产品质量的好坏，特别是次日留存率、3 日留存率（研究表明大部分用户会在 1-3 日内卸载应用）；

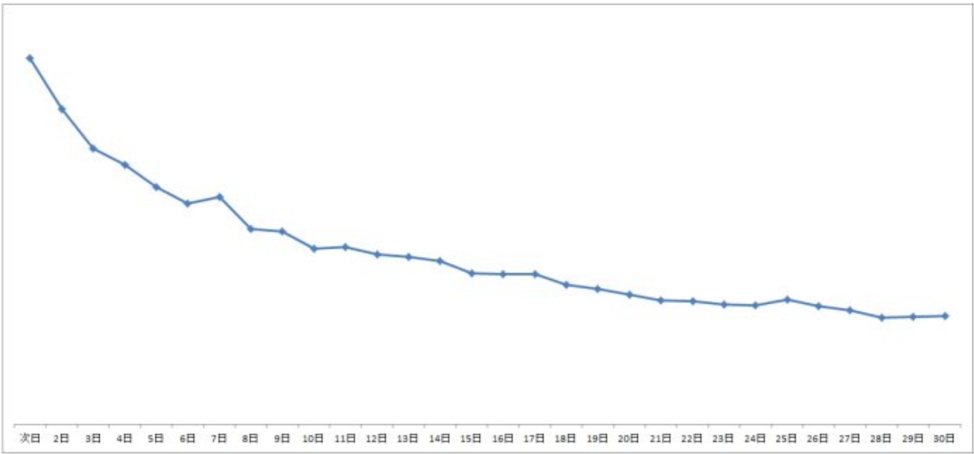
（2）对比不同渠道的留存率，评估不同渠道带来用户的质量，如果某个渠道带来的用户留存率明显偏低，则要怀疑这个渠道是否存在造假；

（3）对比留存率时间趋势，评估新增用户质量是否变化，按日观察留存率趋势，如果某天留存率突然下降，则要考虑是不是当天新增用户质量有问题；

（4）对比产品不同版本留存率，评估不同版本的质量，特别是对于新迭代的版本，更要关注次日留存等指标，如果明显低于老版本，则要考虑是否迭代后不能满足用户需求，需要改进优化；

（5）通过留存率曲线评估产品好坏，留存率曲线是一条开始很陡峭、后面很平滑的曲线，如果产品的留存率曲线一直都很陡峭，最后维持在一个很低的值，则产品质量可能是有问题的。

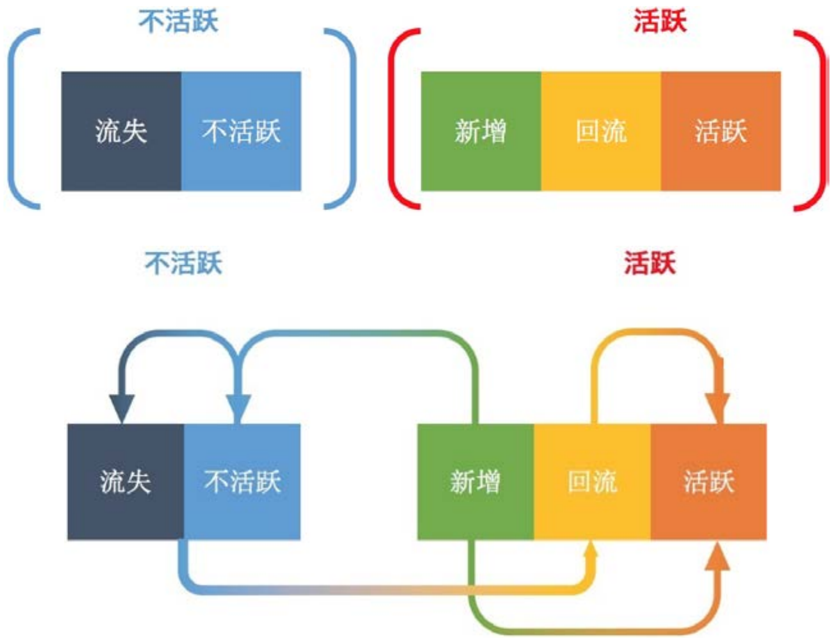
留存率曲线是根据各个时间构成的留存率随时间变化趋势，呈现的规律是：1-7 日留存率快速下降，8-15 日留存率下降幅度减缓，16-30 日留存率则平缓下降。



四类用户的定义

用户类型	解释
活跃用户	某一段时间内打开/使用/购买过产品
回流用户	有一段时间没用产品，之后突然回来再次使用，则称为回流用户。回流用户是活跃用户，且是由流失用户或不活跃用户唤回而来。
不活跃用户	有一段时间没有打开产品，为了和流失区分开来，需要选择无交集的时间范围。比如流失用户是 60 天以上没打开产品，那么不活跃则是 0～60 天没打开。

流失用户	有一段时间没有再打开产品，可视为流失用户， 也可以认为卸载。根据产品的属性，可以按 30 天，60 天，90 天等划分。



特别推荐 Cohort Analysis（同期群分析）。目的是判断用户是否合理增长，可持续。

三、组织能力（涉及“第六部分 管理团队尽职调查” ）

（一）核心员工尽调

考察核心员工的主要目的，是寻找一只值得信赖，能做事的团队，来支撑业务的发展。通过对核心员工量化的访谈，得出全面的评价，并交叉验证业务和财务的真伪。工作流程分三步：

1、通过访谈，确定核心员工名单。

简单看组织构架图是不够的，需通过交叉询问，查到真正核心的员工。所谓核心员工，不一定是“经理/总监”，而是“不可或缺”或“可替代性差”或“走了对部门影响很大”的人员。比如，掌握核心技术的基层研发人员、生产线的主要班长。

2、收集所有核心员工的年龄、工龄、薪酬和持股等信息，并根据问卷清单进行一对一访谈。由于汇集的样本量非常多，可以实现对公司全维度的评价。

序号	姓名	重要人员	职责	年龄	年龄分析意见	在职时间	工龄分析意见	持股(万)	预期IPO估值(万)	年薪	薪酬分析意见	备注
1	AA	1 第一梯队核心管理层	创始人负责XXX		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年				基本年薪合理，中值x万； 股权激励充分；	
2	AA	1 第一梯队核心管理层	创始人负责XXX									
3	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
4	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
5	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
6	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
7	AA	1 第一梯队核心管理层	XXXX									
8	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年 符合AA板块发展的期限				基本年薪xxx，中值x万； 股权激励____	
9	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
10	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
11	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
12	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
13	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
14	AA	2 第二梯队核心技术专家	技术 - AA									
15	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施		年龄中值xx岁 最有经验和活力的年龄		工龄中值x年 忠诚度和归属感很高				基本年薪xx，中值x万 股权激励xx	
16	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
17	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
18	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
19	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
20	AA	3 第三梯队重要经办人	zz实施									
21	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
22	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
23	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
24	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
25	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
26	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
27	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
28	AA	3 第三梯队重要经办人	XX营销									
29	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
30	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
31	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
32	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
33	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									
34	AA	3 第三梯队重要经办人	YY销售									

访谈目的：
1、对业务和财务真实质量进行多维度交叉验证；
2、判断员工对公司愿景是否清晰，可实现，和管理水平；

访谈范围：
1、创始人、部门负责人、副手；
2、其他“不可或缺”或“可替代性弱”或“走了对部门影响很大”的员工；重要离职员工
3、随机抽查部分基层员工

指导原则：
1、访谈清单的模板化和量化，能全面和多维度的提高访谈质量，减少感性造成的偏差和遗漏；
2、访谈清单不易太详细，会影响实用性，效果打折；
3、访谈清单根据实际情况适当添减，灵活使用；
4、多引导员工举例说明，避免太抽象的回答；
5、戒备心下很难得到真实答案，争取建立友谊和信任；
6、记录各员工访谈核心要点在右边栏，感知多维度的评价；

管理层评价问卷清单	员工1	员工2
战略定位		
您如何理解公司的战略与目标，是否清晰？或未来会成为一个什么样的公司？ 举例说明。		
公司的战略目标是如何分解的？您部门的目标是如何确定的？		
您所在部门如何支撑公司的战略和目标的实现？能顺利达成吗？困难和瓶颈是什么？		
业务发展		
您认为公司能生存和发展至今的原因是什么？举例说明。（成功或失败之道）		
公司或业务中目前最大的困难和瓶颈是什么？		
公司发展的驱动因素，或核心竞争力是什么？趋势、研发技术、产品、品牌、市场渠道，社会关系，还是其它因素？		
这种核心竞争力，是否需长时间积累？能否快速掌握和复制？是靠个人，靠团队，还是靠平台多一些？		
这种竞争力，如果是一套企业文化、研发技术、运营能力等，能否以正式的形式（如产品、运营、标准手册）保留下来？是否会因某员工离开而受到较大冲击？		
竞争环境如何？现在最大的竞争者是谁？潜在的竞争者是谁？公司在哪些方面做出准备？		
部门协同		
您与其他部门在哪些方面需要协调和配合？是如何实现协调和配合的？协作效率如何？		
您目前整体工作饱和度如何？造成这种现象的原因是什么？		
公司内部有哪些沟通渠道？沟通是否通畅？部门内部员工的意见和建议怎样表达给您？您的意见如何反馈给公司及上级？		
您所属部门的未来改进、发展方向是什么？需要公司投入何种资源支撑？		
个人职业		
介绍您的经历（职责分工、工作重点、工作饱和度等），如何加入公司的，为什么选择加入？目前留下原因是什么？还能干多久？		
与同行业比，公司薪酬水平如何？有没有竞争力？除薪酬外，公司对人才的吸引力有哪些优势和劣势？		
您对自己的薪酬水平是否满意？对薪酬的意见和建议有哪些？		
个人事业有没有向上的空间？向上通道是否通畅？简单介绍您部门员工职业发展通道。这种职业发展通道能否调动员工的积极性？		
您是否有完成公司和个人目标的积极性？影响积极性的因素有哪些？		
对部门或个人的KPI考核指标有哪些？KPI目标如何确定的？考核效果如何？		
您的上级是否会对您进行绩效谈话？绩效谈话效果如何？		
公司现在的培训是如何开展的？应在哪些方面丰富完善？		
你所感受到的公司现有的优良文化传统和不良作风有哪些？举例说明。		
团队能否融洽相处？团队能否开放的交流？有没有持续优化的意识？		
对创始人、上级、同级、下属的看法？任何优点，或需改善之处？		
您的家庭、爱好和时间分配？判断对工作的投入和影响。		
您在此岗位多久了？该岗位的前任是谁？为什么调岗或离职？		
协助检查核心员工骨干图，还有核心员工遗漏吗？（离开谁会影响比较大，可替代性弱）		
业务和财务问题		
就获取的业务和财务数据，通过访谈再次进行多维度核对；		

（3）收集历史整体员工清单，分析人数、收入、入职、离职的变化，以及这个变化，对公司运营的影响。注意事项：除了第一张表看全员工变化外，对于生产型企业，还应该区分工厂/非核心行政/核心业务部门的员工变化，更有针对性。

	部门	新入职人数	离职人数
工厂部门	制造一部		
	制造二部		
非核心部门	综合管理部		
	客户服务部		
	客户服务部		
核心部门	研发中心		
	研发中心		
	财务部		
	财务部		
	研发中心		
统计	工厂		
	非核心部门		
	本部核心部门		
	合计	0	0

	2015年	2016年	2017年
人数			
人数变动			
总工资			
总工资变化			
人均年薪			
人均年薪变化			

两个公式：

■ 新入职人员变动率 = 2017 年新入职人数总数/（(2016 年底员工总数+2017 年底员工总数)/2）

■ 离职人员变动率 = 2017 年离职人数总数/（(2016 年底员工总数+2017 年底员工总数)/2）

4、分析和得出结论，并对业务和财务数据进行交叉验证。

Tips：

（1）工作量很大，建议安排几个人每天进行一对一访谈。每人每天访谈 3-4 个员工比较合适，多了很疲劳，效果差；有时候约出公司外访谈，会有不一样效果。

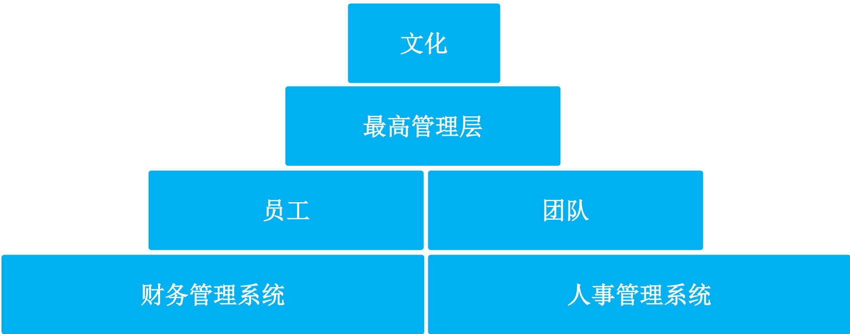
（2）创始人年纪过大或有退意要谨慎；

（3）重要岗位需追溯前任换岗或离职的原因，追查到本人最佳；

（4）访谈公司老员工很重要，高层+底层老员工都要访谈；

（二）组织能力尽调（进阶版）

公司的财务和业务能力等方面体现出来的差异只是表象，归根结底是源于公司的管理和文化所以形成的组织能力的差别。我们从最底部开始说。



1、人事管理系统

优秀公司的人事管理系统具有如下特征。

特征	案例解析

能招聘到业界优秀人才	雷军在小米创业早期说过： 1）如果你招不到人才，只是因为你投入的精力不够多。我每天都要花费一半以上的时间用来招募人才，前 100 名员工每名员工入职都亲自见面并沟通。 2）找人是天底下最难的事情。 通用电气 CEO 杰克韦尔奇说过：我随时随地都在寻找最优秀的人才，招聘可能在任何时候都会发生。 笔者在看项目时，也常听到一些创始人，以能找到优秀人才，并且从未离职而感到自豪。相反，公司重要高管先后离职，或变动过于频繁，是值得警惕的信号。这可能是离职员工看到了问题，对公司投出的反对票。要知道物以类聚，人与群分，如果你不优秀，优秀的人也不会找你。
以业绩为向导的薪酬及激励机制	通用电气是最早提出和推行了“271 人才制度”。最优秀 20%员工给予超预期的薪酬和晋升机会，中间 70%给予正常薪酬和激励，底部 10%员工给予清退。这弥补出现吃大锅饭，让产能的人保持高激励和高回报。
差异化的业绩考核机制	同上
系统的人才培训和发展，内部人才储备深厚	公司是否注重内部培训和人才培养，诸如“管理培训生”计划，或不定期的培训机制。 通用电气的实践是，要求高管在晋升前，必须培养出其他合格的高管，否则自己也上不去。

2、财务管理系统

优秀公司的财务管理系统具有如下特征。

特征	案例解析
完善的计划及预算管理流程	
准确及时的财务核算体系	是否使用先进的财务软件，建立健全的财务体系。能比同行提供更快更正确的季报、半年报、和年报。
财务内控、增值服务渗透公司业务全流程	财务内控可以防范重大经营风险，和财务不当使用。而重视财务的增值服务分析工作，可以支持业务部门作出决策。

3、员工、团队、和最高管理层

本小节前部分，包括对核心员工名单的梳理，对核心员工量化分析，和访谈过程。很大程

度已经回答了问题。

员工、团队和最高管理层，以及公司财务和人事系统综合作用和交织下，共同构成了企业文化。企业文化就是公司员工共同的价值观、信念和行动准则。或通俗的说，就是企业及员工是如何对待客户 + 工作 + 同事 + 合作伙伴的。

笔者曾经在安永会计师工作多年。绝大多数的时候，同事关系比较简单，工作很积极，学习气氛比较浓。想干事情的人，远远超过少数混日子的。虽然也存在不如人意的地方，但优点远远超过了缺点。这就是企业文化的一个方面。

笔者准备了组织能力检查清单，从定性的角度予以评价。

要点总结

- 寻找一个以所有股东利益最大化为目标的管理团队，降低无形的“管理成本”。 第一是人，第二是人，第三还是人。
- 关注创业团队的契合度。看团队的能动效率而非其经验多少，因为历史证明了，有无数成功的公司是由毫无经验的人做成的。
- 不存在道德圣人，现实只会比你想象的更糟糕和失望。中国整体创业环境恶劣，道德水平较低。创业者生存压力极大，是经过残酷市场检验，练过的。但投资团队往往是象牙塔出来的。所以，完全不一个层次。因此，不能简单用自己的价值观来硬套。创始人为了赚钱和互惠互利，能坚守最基本的合作底线，相对可靠便可。
- 重要创始人的性格和作风，会影响高中低层员工，多少都会有样学样，最终也决定了公司会如何对待客户和供应商。不相信吗？试着回忆下京东、顺丰的快递员，和其它快递员，给你的用户体验和差距，就是这么微妙。

查理·芒格谏言："要得到你想要的某样东西,最可靠的办法是让你自己配得上它"

第十二章　案例解析

案例 1　某排行靠前的土壤修复细分领域公司

一、行业背景

环保行业的政策确定性高，市场大订单陆续释放，行业即将到临界点。该行业最佳标的，应具备较好的总承包能力，核心+通用技术，项目业绩，优秀团队等

二、公司背景

A 公司 200X 年成立，是中国最早从事土壤修复的专业工程类公司，员工总数约 6X。

A 公司的优点 ①有良好的 XX 总承包能力，完整的资质和业绩；② 若干核心技术，及通用技术、技术整合能力强、③ 行业声誉有积累。是个成熟的 PE 标的。表明看还是不错的。

A 公司的问题 ① 创始人团队年龄过大，超过 XX 岁，且有退意；② 创始人存在较大诚信风险，例如，承诺高管股权激励不兑现等；③ 缺乏强有力的市场核心负责人，XX 总监也是新来的；④ 薪酬体系不合理，核心团队并不纳入持股平台，YY 总监年薪过百万，但没股份等。⑤高管 Z，都不看好自己公司和老板。⑥ 估值过高。

三、调查的过程

我公司曾在 N 年前就尽调过 A，后由于估值谈不拢而搁置。当时有安排对赌协议，现在回头看，业绩完全相反，实际很多亏损。我公司报价略低的原因之一，是因为判断行业没到时候，风险较大。所以，当时不投的决定是正确的。

XX 行业在 2013-2015 年非常艰难。由于房地产政策收紧 ＋XX 国家政策太过原则等，业务 X1+业务 X2 释放的订单量很少。所以,公司的收入很差，但后台运营费用却很高，所以大亏。

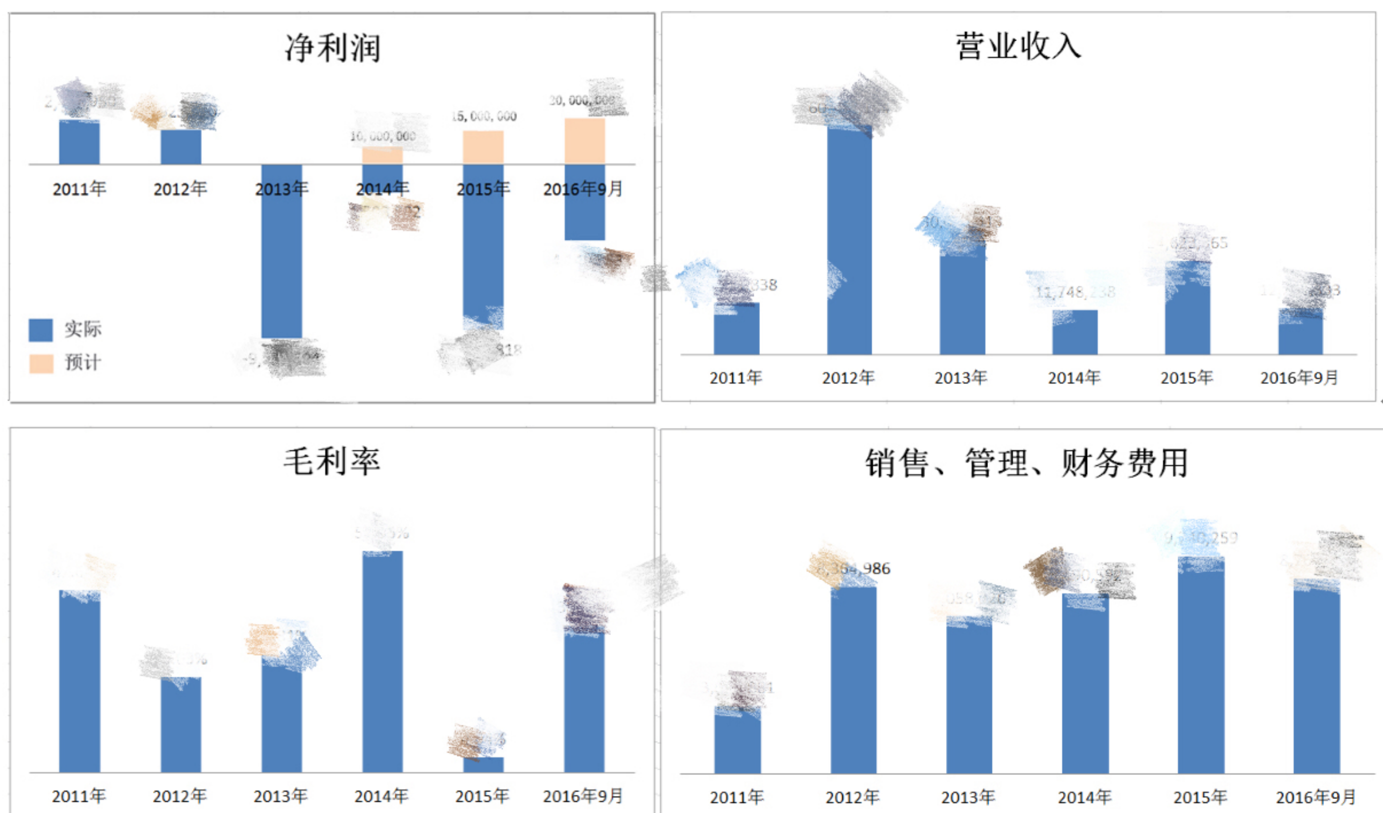
2016 年末，XX 行业开始复苏，特别是 2016 年初就有大订单陆续释放，快到临界点。我公司开始寻找该类标的。由于经验不足，开始看该企业什么都好，觉得是奶茶妹，后面发现其实是凤姐，没法看。

开始尽调，看的比较肤浅，总承包能力 + 技术 + 业绩都挺好。但后面，我团队判断管理团队存在严重问题，包括创始人有退意 + 业务水平 + 诚信风险。

我团队是这样操作的，在第一次正式尽调后，嗅到了一些团队的问题，但还不能完全确定。所以，我们把某 Z 单独约出来谈，直接指出公司的缺陷。Z 对我团队也是佩服，觉得看问题很准，也坦白了公司的问题，及自己职业生涯的纠结。至此，由于估值过高 + 管理团队不可靠，我公司主动停止合作。

次年初，我再次找到 Z，并回顾 A 近况。一、曾尽调时预测的 2016 年净利润 250 万，实际仅持平或不赚钱；二、Z 无法得到应得的股权，计划走人；三、若干家大型央企机构，在谈判中，其中一家意向明显。老板等人接盘，有退意。

最后，在寻找类似标的中，某标的老板认为。A 公司知道自己 PK 不过其他大户。为了趁早把公司卖个好价钱，必须有拿得出手的团队，所以高新聘请了若干高管，撑门面。



四、心得总结：

（1）如尽调不深刻，这家公司看着是不错的标的；建议从管理团队、业务、财务进行深挖，找出内幕。

（2）和客户交朋友。他们才是专家，明白行业的套路和陷阱，给出风险控制的建议。客户都清楚好的标的是哪几家，就是他们的竞争对手。最好让他们推荐标的。此外，圈子其实很小，找对一个，找到全部。

（3）要回顾项目，别不合作就断了联系。这样才能比较，当初的判断是否正确，才能提高水平。

（4）尽调的过程，本身就是最好的行业研究过程，而且是免费的。

（5）如有条件，让标的的竞争对手或合作伙伴也去回顾项目，比对大家的看法和差异。（某合作伙伴说，A 公司知道自己有瓶颈，克服不了，最后一口气把门面打扮好，等你们来接盘）

（五）行业风险控制要点

Z 提供了非常有价值的尽调重要关注点。财务审查时关注和区分三类毛利率指标。

- 工程毛利率：该毛利率是最高的，例如，1 亿大订单，毛利率高达 35-40%。这种是纯算数毛利率，实际不可能发生，接着往下看。
- 项目毛利率：通过中间人合作拿下的订单，实际毛利率约 10-20%。因为 一、打点中间人，直接拿走几千万；二、利润丰厚的项目被切去别人做，利益输送。
- 公司毛利率：最后，实际公司毛利率就很低了。

所以，一、重点关注项目毛利率；二、灰色的中间人费用很难查询，要小心；三、中间人费用可能递延到次年，并通过各种渠道消化掉；三、专利技术如没法应用到产品，就是垃圾。

案例 2　大股东回购条款的坑

2015-2017 年的一级市场股权投资火爆，融资较为容易，估值虚高。

XX 影视公司为吸引投资人，增加投资安全垫，在《股权增资协议》中添加大股东回购条款。条款约定 N 年后如不上市或业绩不达标，大股东可做担保，并约定保底年化收益率 XX%。

现实情况是，业绩远不及预期 + 无法上市，且大股东在 2018 年已没有履行回购的能力。股权价值严重缩水，甚至可能归零。

大股东回购最大的风险，就是大股东没有能力回购。为什么会这样？

原因可能包括 1）一种迷信，叫“这公司这么大，怎么可能会有事”。其实就是偷懒，没对大股东偿债能力做穿透式调查；2）大股东财务能力随时间发生重大变化，签署回购协议时是大股东较为景气时，但 N 年后大股东也趴下了。

建议：1）不能迷信所谓大股东背景，有些公司外表强大，内在其实千疮百孔；2）不能迷信，或过于依赖回款条款，这并不是护身符，更可能是一种心理安慰。否则投资经理日后可能变讨债人员；3）查理芒格说过，实际上，协议并不能保护你。

案例 3　机构销售者的短期利益诉求

机构投资销售人员由于迫于短期业绩考核的压力，当然会对资产进行化妆，甚至整容。这是由世俗+错误的考核机制决定的。但没有办法，现实如此，所以投资人频繁踩坑。

谨慎的投资人，特别是对待大额投资，需要想办法穿透到底层资产,了解投资项目的实质和风险。

案例 4　国内多家长租公寓管理公司暴雷

由一线投资机构投资的上海某长租公寓项目暴雷，杭州、北京等也同样发生。

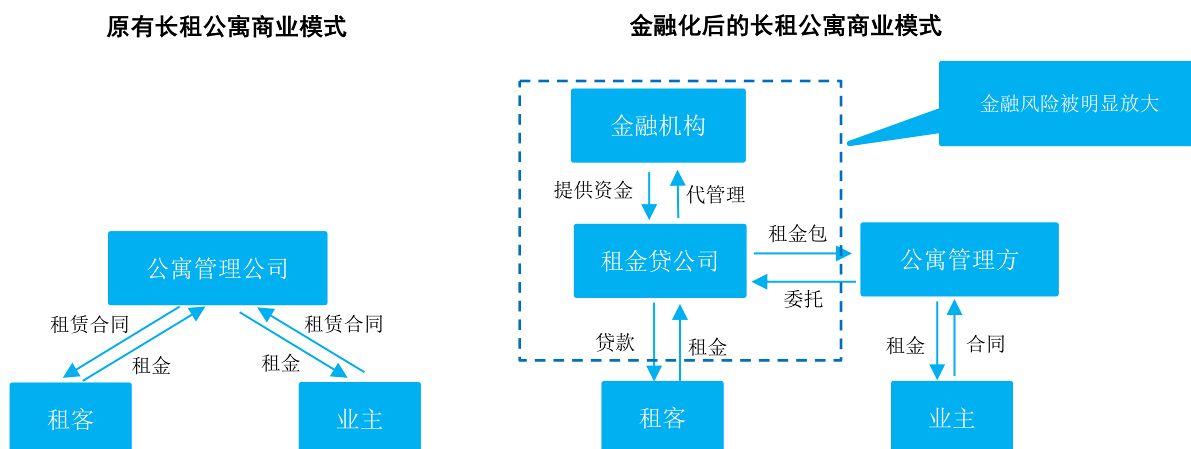
原本长租公寓的商业模式非常简单。公寓管理方从业主整租公寓，并在简单装修后分租给 3-4 个租客。租客定期缴纳租金，公寓管理方进而支付业主租金。单套公寓投入为寻找公寓的市场费用+一次性装修费，分租后预计 5 年内回本并获得一定收益。

然而，在 2016-2017 年，市场上出现以租金贷为形式的过度金融创新。租金贷公司与租客签订消费贷款协议，租客每月支付租房贷款，租金贷公司一次性将整年租金支付给公寓管理方，并赚得中间费用。公寓管理方支付业主租金。

问题在于，公寓管理方圈钱后快速扩张，以及长租公寓本身盈利能力非常有限的。所以，最终公寓管理公司资金链断裂。导致连锁反应:1)业主收不到租金，上门收房；2）租客被业主驱赶，且背负租金贷 + 上征信的风险；3）公寓管理方大概率崩溃，无法继续经营；4）租金贷公司 + 金融机构产生坏账，无法回收。

同时，由于该案涉及到上千业主+租客，所以导致社会群体性事件，特别是法律官司复杂，公寓管理方崩溃后失联，业主和租客产生矛盾，影响恶劣。

投资中要避免：1）如经营失败，可能会导致社会群体性事件的项目。2）避免商业模式的链条太长太紧密，一环扣一环，任何一环断裂都会引起崩盘。



案例 5　首轮融资绑架下一轮估值

某互联网项目 2015 年获得首轮融资，投前估值 5 亿，融资 1 亿，投后估值 6 亿，投资人占股 16.6%。2018 年由于遭遇资本市严冬，且业绩并未如预期般增长，导致企业价值缩水。

2018 年，公司还需再融资，否则经营难以继续。但由于上一轮投后估值太高，导致下一轮融资碰到两难。因为这一轮投前估值低于 6 亿，则首轮投资人强烈反对，并根据估值调整条款索要赔偿。或投前估值高于 6 亿，则当前业绩很难给予支撑，给予更高估值，导致融资不可能。

建议：对于创业公司股权融资时的估值太低或太高，都会产生后遗症。估值太低，同样融资款对应股权稀释过多，对创业团队不利，且下一轮融资能提供的股权份额也会变少。估值太高，这对下一轮融资时的投资人造成巨大压力，特别是当碰到周期性的资本寒冬。对公司业绩成长性也会提出更高要求，甚至迫使经营团队数据造假。毕竟，一个公司的成长是有其自然规律和时间周期，真的不能吃“长得快”牌饲料。

案例 6　创新的估值方法

需警惕目标公司一些创新性的估值方法、各种奇思妙想的估值逻辑。对于收入构成，有没有一些特别华丽而脱离本质的词语出现，涉嫌把传统生意包装为互联网公司。例如“服务费”改名为“高端大数据技术服务费”，因为不论怎么改名，服务费还是那个服务费。但改名是为了包装和提升估值，显得很高端，很有技术含量。

案例 7　穿透对方的心理防线

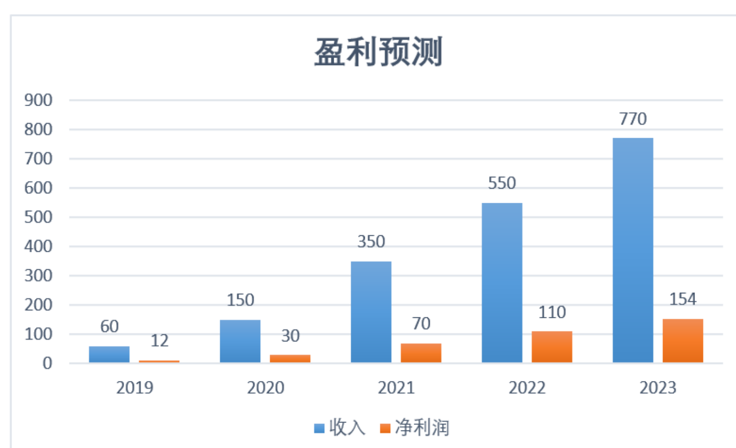
尽职调查中，如果有读心术就太好了，但这不可能。

关键两点。第一，你足够专业，能看到主要矛盾和破绽。第二，你真心想帮助公司解决问题，解决他们融资、业绩瓶颈的问题等等。努力尝试做到两点，也无法保证很好的风控，但这会有助于养成你良好的职业素养，以及时机来临时，在目标公司找到盟友，进而变成朋友。

第一点，要有专业性。通过各种方法，识别公司的主要矛盾，核心问题所在。这是穿透对方心理防线的基础。看不懂，看不透，就不会尊重你，不会交底，能少说就不多说。财务知识只是基本功。更多来自平时吃到的亏，犯过的错。吃亏长记性。遇到牛鬼蛇神多，感觉就有了。经验就是你想得到而没得到的，就是经验。如有创业经验，不管成功与否，都将对做投资大有好处。因为你更能理解创业者的心态，在很多时候，他们其实是弱势群体。

第二点，你是否真心想帮助公司解决问题。我说的公司，不只是本公司，更包括目标公司。这是不少投资经理的问题，由于激励机制所迫，应付报告，很多注意力花在“写报告”，而少了对目标公司，对人的关心。

笔者对 A 股比较了解，1/3 的上市公司，都不咋的，过的很艰难。可想而知，未上市的中小微企业，只会更难。但大多数 BP，都和下图雷同，一条优美的增长曲线。这不正常，这不是企业的错，是被市场逼的，特别是 PE 机构。为了融资，活下去，市场倒逼公司进行 BP 整容，让尽职调查难度加大，失去信任基础。



要知道，没有任何企业或个人的履历是完美的。

所以，投资经理要想办法帮助企业解决问题。要从心态上根本性的改变处事的价值观，进而改变对工作的要求。表面是融资的问题，背后是成长的问题。我们要做到管理咨询顾问的程度，想办法找到病因，并开出药方。我理解这样说，大家还是不知道如何操作。但还是那句话，你要努力尝试。

最后是技巧的问题。这需要一些人格魅力，让对方感受到，你的确是来帮助的，而不是来调查的。如果运气不差，可以试着在这么多员工中，可以相对容易突破的人。在目标公司找到盟友，让他把真实的情况交底。

查理·芒格对年轻人的人生建议

每天起床的时候，争取变得比你从前更聪明一点。认真地、出色地完成你的任务。慢慢地，你会有所进步，但这种进步不一定很快。但这样能够为你快速进步打好基础......每天慢慢向前挪一点。到最后，如果你足够长寿的话，像大多数人那样，你将会得到你应得到的东西。

人生在不同阶段会遇到不同的难题，非常棘手的难题。我认为有三点有助于应付这些困难。

- 别期望太高；
- 拥有幽默感；
- 让自己置身于朋友和家人的爱之中。



最重要的是，要适应生活的变化。

第十三章　尽职调查的工作安排

到这里，我们已大致了解尽职调查的目的、涉及领域、调查方法和写作结构。接着，介绍如何规范和有效率的开展尽职调查工作。

一、工作安排

工作阶段	工作内容	相关参考文档
尽职调查之前	■ 准备项目介绍材料（可用立项材料） ■ 确定人员、时间安排（尽调小组成员、现场工作时间、投资决策委员会时间） ■ 确定写作大纲、分工（项目经理+法务+财务+资产评估+行业研究+技术团队代表） ■ 签署《保密协议》或《投资意向书》 Tips: ✧ 中小项目建议 1-2 周。财务&法务可外包，资产评估看情况是否安排，行业研究需提前就写好。 ■ 提前通知标的企业尽职调查的行程和计划（标的公司） ✧ 发尽职调查资料需求清单、访谈计划 ✧ 告知尽职调查行程（人员、时间、投委会时间）	■ 附录 尽职调查_内部沟通邮件（模板） ■ 附录 尽职调查_工作安排（模板） ■ 附录 尽职调查_立项会议 PPT（模板） ■ 附录 尽职调查_预资料需求清单（模板） ■ 附录 尽职调查_全面资料需求清单（模板）
尽职调查期间	■ 白天访谈，获取材料，晚上写作 ■ 获取文档规范命名	■ 附录 尽职调查_文件命名规则 ■ 附录 尽职调查_股权调整测算表（模板）

	■ 项目经理是第一责任人，每日通告团队项目进展，对质量和进度负责	■ 附录 尽职调查_案例 1：AA 公司 ■ 附录 尽职调查_股权调整测算表（模板）
尽职调查之后	■ 项目经理积极组织和推进投资决策会 ■ 跟进投资决策会提出的疑问 ■ 推进签署投资协议和完成股权变更手续 ■ 管理客户预期，告知重要时间节点（标的公司）	■ 附录 投资决策会_会议纪要 ■ 附录 投资决策会_投标登记表
项目结束后	■ 总结归纳，持续优化和改进投资决策和尽职调查体系 ■ 归档资料发给所有相关人员 ■ 每年回顾，历史投资的判断是否正确	

二、投资和尽调人员配备

私募股权投资机构的基本人员配备包括：

人员结构	注意事项
投资总监	需要一个投资总监，对项目进行全盘把控，侧重项目判断和谈判。投资总监最多不应该做超过 2 个行业，如环保 + 新能源，多了就超越能力圈，风控能力变差。
投资经理	负责项目的开发、跟进、尽职调查等。建议同时做不超过 3 个确定性大的项目。如没有投资总监，投资经理可顶上。
行业研究	每个行业都应该配一名行研。当然，如机构很小，可暂由投资经理顶替。
技术专家	最好来自实体行业的技术带头人，帮助对技术线路及可行性进行判断。
法务人员	负责同时支持多个项目的法务工作，特别是前期尽调。
财务人员	负责同时支持多个项目的财务工作，特别是前期尽调。
外部会计师	建议在项目合作意向和确定性比较明朗后再请，前期尽调不参与。一般 3 个会计师一周，需要 15-20 万人民币费用。
外部律师	同上，一般 2 个律师一周，需要 10-20 万人民币
外部评估师	同上，一般 3 个资产评估一周，需要 15-20 万人民币

三、项目心得

操作项目关键是能发现价值+风险，能落地+出活。所以，多把时间花在走访客户，聊天，建立感情和信任。少花时间在一些细枝末节的事情上，如雕琢报告+PPT+调整格式，安排一些无关痛痒的会议。决定项目成败的，是那些大事，比如双方合作的基础和互补是否存在，给的价格是否满意，双方团队是否看对方顺眼，还有至关重要的运气。

我们的精力和时间非常有限的，这么比喻，28-48 岁是投资人的黄金时间，仅 7300 天。所以，大方向上模糊的正确，比完美要重要。所以，我喜欢先行动起来。很多小事，其实就是一朵浪花和涟漪，对结果其实没毛影响。

四、题外话：选人+用人+留人心得

（一）选人

（1）驱动力（态度）最重要，能克服很多阻力，把东西做出了。具有不达目的不罢休的精神。名校或大公司背景其实没关系，有时甚至相反。那种肯除吃饭+睡觉时间外，整天都在琢磨投资的人，是最好的；说白了，就是肯钻研。

（2）要有好奇心。能持续不断学习，精进自己的领域。因为喜欢而做，而不是不得不做。

（3）有品德操守。这个需要时间来判断。如果要短时间判断，建议找自己熟悉的话题问对方，慢慢问到细枝末节的问题。观察中途有没有异样，对方是否会瞎扯。

（4）找那种五年后有潜质成为自己老板的，比自己强的人；

（5）复合背景要比单一背景要好。比如，同时有上班背景+创业背景+受到挫折和打击过的，要比纯粹上班背景要好。

（6）有深厚的行业+财务背景固然是好事，但如没有，只要肯钻研，完全不是个事。经验不足最大的优势，是没有历史和过去经验的负担，用的好，可以超越有经验的。

（7）招聘要注意避免招聘和自己“综合背景”几乎一样的人。找一只具有多样化属性的团队，大家的背景和经历有较大的不同，更多人脉圈“弱联系”的可能。这在一定程度上，避免 “同质化思考”和“同质化人脉圈”，终把投资的收益抹平了。有研究表明，选择原公司同事搭档，风投成功率降低 18%。选校友，降低 22%，选“族人”，降低 25%。

（8）找肯“付出”的，而不是肯加班的。肯加班不代表肯付出，肯付出需要加班，但内涵又远远超出加班。肯付出跟肯加班之间，有巨大的差距，差了好几个层级。

（二）用人

（1）凡有本事的人，除了一方面特别突出外，很有可能另一方面存在缺陷。在不触及团队核心利益+价值观的前提下，需要有一个宽松的环境，去包容他们。

（2）杰出的投资人员不需要监督，需要的是给予很多项目磨炼的机会。需要看的很紧的，肯定只是“普通员工”，需尽早处理。

（3）用人之长，避人之短，育人之才，激人之志。

（4）一个成功的人是把自己放对了位置，一个成功的领导者是把别人放对了位置。

（三）留人

（1）薪酬跟上 + 上升的通道要通畅 + 项目该跟投要跟投，否则留不住人。

查理·芒格：在商界有条非常有用的古老守则，它分为两步：1）找到一个简单的，基本的道理；2）非常严格地按照这个道理行事。

杰夫·贝佐斯：如果你想建立成功的，可持续的事业，不要问自己“在接下来的十年里，会有怎样的变化影响你的公司”，而是问问自己，什么是 10 年后依旧如一的，然后将你全部的精力倾注于此。

第十四章　写作规范和细节要求

一、写作规范

易读性	■ 用简短和简洁的文字表达 ■ 多用图表、项目符号，章节标题和重要内容蓝色高亮标记 ■ 结构统一，避免每份报告区别太大，增加阅读难度 ■ 详细内容放附件
有重点	■ 重点关注领域做更细致调查，不是事无巨细
文档备份	■ 每天本地和网盘备份

二、命名规范

目录命名规则	■ 01 某公司_DD （尽调主要文件） ■ 02 某公司_Evidence （尽调证据） ■ 03 某公司_Agreement （和客户签署的各种协议）
主文件 （公司简称 _ DD _ Num 内容简述）	■ 某公司_DD_01 工作安排 ■ 某公司_DD_02 公司情况介绍 ■ 某公司_DD_03 尽调查清单 ■ 某公司_DD_04 写作要点和分工 ■ 某公司_DD_05 尽调报告（行业、技术、财务、法务...）
证据文件 （公司简称_ Evidence _部分_ 简要描述）	■ 某公司_Evidence_Fin_ 2017 年财报 ■ 某公司_Evidence_HR_ 人事清单 **Tips**: Fin = 财务/业绩 HR = 人事 Tech 技术 Legal = 工商、合同

All in 的态度和信念

我的投资手册，有很多尽调的“招数”，是容易快速掌握的。但招数背后，是 all in 的态度和信念。投资能做好，我会坚持写，投资做不好，我也会坚持写。成功写经验，失败写教训。希望同学们不只是学会一些肤浅的，表面的招数，更应该是背后的 all in 的态度。

中间小结

私募股权投资和尽职调查，是完全可以实现系统化、标准化作业的，而且应该是机构最重要的核心竞争力之一。该文涉及的各种思考框架和 EXCEL 模板，就是标准化的体现。



“四大”为什么能那么大?

2017-02-07 邓华平 四大新鲜事儿

在财税专业服务领域，德勤、普华、安永、毕马威全球四大会计师事务所以其强大的品牌号召力和持久的文化吸引力傲视群雄，被国内专业机构竭力模仿却始终难以超越。精致干练的职业形象、庞大的专业队伍、深邃的行业洞见、骄人的全球营收、以创新的姿态引领行业发展……让人不禁发出“四大”为什么大的惊叹。

2016年9月，全球德勤高调公布2016年全球成员所合计营业收入达368亿美元，增长9.5%，创下历史新高。2016年3月~9月，笔者有幸被国家税务总局选派到香港“四大”之一的德勤会计师事务所进行为期



1 标准化管理铸就高效服务

为了满足当地法律要求及规避业务风险，从文档样式、到业务工具、标准和流程，德勤均建立了严格细致的规范。比如，在审计领域，除了详细的操作指引以外，每一个德勤的员工都会用微软为德勤量身定做的审计系统——AS2；在财务尽职调查、管理咨询等领域，德勤也同样制订了操作指引。标准化流水线般的运作体系带来的最直接的好处就是最大限度地降低了培训、管理和沟通的成本，也对高效的团队协作和高质量的专业服务提供了有力保障。对于每一个业务参与者来说，在服务流水线上只需严格按照既定的“工序”和标准做好“填空题”。即使是一个本科毕业的新人，在前辈的指点下，通过“照着做，跟着做”，也能够做到基本不走样，每个新“出炉”的业务报告都能确保格式正确、体系完整、逻辑严密、用语专业，至少很容易符合形式标准。

第十五章　估值和风险

在股权投资中，两大考量因素是：估值与风险。估值是首要确定的要素，合理偏低的估值是成功退出和风险回避的基础。风险的来源主要是人的风险和高估值的风险，其中，高估值会使小风险变成大风险.

一、企业的商业模式决定了估值模式

（1）　重资产型企业（如传统制造业），以净资产估值方式为主，盈利估值方式为辅。

（2）　轻资产型企业（如服务业），以盈利估值方式为主，净资产估值方式为辅。

（3）　互联网企业，以用户数、点击数和市场份额为远景考量，以市销率为主。

（4）　新兴行业和高科技企业，以市场份额为远景考量，以市销率为主。

二、市值与企业价值

（1）　无论使用哪一种估值方法，市值都是一种最有效的参照物。

（2）　市值的意义不等同于股价的含义。

市值＝股价×总股份数。市值被看做是市场投资者对企业价值的认可，侧重于相对的“量级”而非绝对值的高低。国际市场上通常以 100 亿美元市值作为优秀的成熟大型企业的量级标准，500 亿美元市值则是一个国际化超大型企业的量级标准，而千亿市值则象征着企业至高无上的地位。市值的意义在于量级比较，而非绝对值。

三、市值比较

（1） 既然市值体现的是企业的量级，那么同类企业的量级对比就具有一定市场意义。

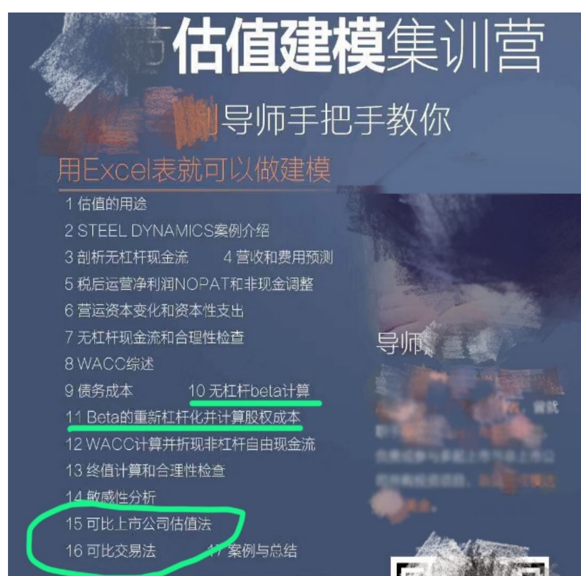
例如，同样是影视制作与发行企业，国内华谊兄弟市值 419 亿人民币，折合约 68 亿美元，而美国梦工厂（DWA）市值 25 亿美元。另外，华谊兄弟 2012 年收入为 13 亿人民币（2.12 亿美元），同期梦工厂收入为 2.13 亿美元。这两家公司的收入在一个量级上，而市值量级却不在一个水平上。由此推测，华谊兄弟可能被严重高估。当然，高估值体现了市场预期定价，高估低估不构成买卖依据，但这是一个警示信号。

（2） 常见的市值比较参照物：

a. 同股同权的跨市场比价，同一家公司在不同市场上的市值比较。如：AH 股比价。

b. 同类企业市值比价，主营业务基本相同的企业比较。如三一重工与中联重科比较。

c. 相似业务企业市值比价，主营业务有部分相同，须将业务拆分后做同类比较。如上海家化与联合利华比较。



估值随想

可比上市公司估值法，俗称“无脑估值法”。在绝大多数情况下，就是一坨屎，臭不可闻。鼓吹这种方法的人，往往怀有不纯的动机。想将一些自己都不相信的东西，以高价卖给被人。

因为，任何公司或资产在大多数时候，往往都是处于高估状态，尤其在中国市场。所以比对价值并不大。

要警惕投行很多特别复杂的，甚至是创新的估值方法。如果一个交易复杂到，需要用到如左图所示的一系列凡人看不懂的估值方法。我觉得结局更可能会是输，根本就是错，应该果断回避。

友情提示：投资中的 Beta 值是一种错。从大学金融必修课到 CFA 考试，由教授带头误导大家。其作用好比纸飞机，对其哈一口气，感觉能飞更高。我觉得不学这玩意，对大家的心理健康更为有益。

很多金融从业人员的问题在于，靠贩卖“复杂”谋生。有人曾和我说：“就是要搞得复杂，拿一堆 PPT，把客户砸晕”。而客户往往患有“复杂”崇拜症，乐于为听不懂的东西买单。最终，两方一拍即合！乔布斯说过：“知道自己在说什么的人不需要 PPT。”小米刘德说过：“所谓洞察本质，就是会打比方”。

四、估值方法

（一）市净率法

1、定义

市净率法（PB），又称“账面价值倍数法”。

市净率法（PB）= 股票市值/净资产 = 每股股价/每股净资产

简单说，就是公司 1 元的账面净资产以多少倍的价格在市场上交易。例如，卖家的商铺以每 5000 元/平方米从开发商购买，现在以 10000 元/平方米的价格卖给你，你买入的市净率就是 2 倍。

2、优缺点

市净率法最大的优点就是简单、易于理解。而缺点也在于“过于简单”，体现在以下三个方面。

第一，账面资产有很大的局限性。公司财务报表的真实性，会计假设、会计估计等账务处理的差异，会对账面资产有显著影响。如应收账款、库存的损失准备估计、资产计价是按历史成本法还是按公允价值、并购所产生的商誉的处理方式等。此外，一些没有列在财务报表的公司资产和资源，如品牌、商标、人力资源、企业文化等，可能对公司发展和投资价值更具影响和贡献。例如可口可乐、老干妈、国酒茅台的品牌，阿里巴巴和华为的企业文化。

第二，账面净资产可能没有任何安全保障。例如，港股上市的熔盛重工，2013 年初公司的净资产还有 151 亿，年底爆出 89 亿元巨亏，2014 年又继续大亏 81 亿元；两年时间亏完了账面净资产。又例如，乐视网 2016 年净资产 102 亿，2018 年复牌后爆出 116 亿元净亏损。

第三，账面净资产难以反映投资价值。不同行业的公司，或同一行业的不同公司，其市净

率可以是大不相同的。对于一个亏损的公司而言，其账面资产可能就只有清算的价值。所以，市净率的高低难以直接反映一家公司的投资价值。

3、健康估值的体检和调整

市净率法的健康估值体检，目的是对有问题的净资产做必要的调整、剔除处理，以反映企业真实的账面净资产。关键项目如下：

关键项目	检查内容
应收账款	■ 应收账款天数是否太长 应收账款余额越低越好。应收账款周转天数在 30-60 天属于合理区间。对于超过 90 天的，要予以高度警惕。换个角度看，公司的销售如果需 90 天以上的应收账款账期对客户赊销，是公司对下游客户缺乏谈判力的表现，公司的竞争优势就很可疑。 ■ 坏账准备是否低估 坏账准备主要基于管理层的估计，因此具有较大的主观性和可调节性。要警惕如下迹象。 1）有很多逾期应收账款； 2）未将账龄超过 1 年的应收账款 100%计提坏账准备。 3）应收账款的变化趋势也很重要，是否余额越来越多。
库存	■ 库存的真实性是否存疑 存货发生意外的典型案例，是“獐子岛扇贝失踪事件”。2014 年公司公告称，北黄海遭遇异常的水冷团，导致扇贝绝收。受此影响，库存亏损约 8 亿元。 ■ 存货跌价损失准备是否足够 需要特别留意生物库存（种子、养殖业）、快速迭代更新的库存（电子产品、时尚服饰等），库存容易出问题。例如，2015 年美邦服饰曝出 25.6 亿服饰库存压仓。
商誉及无形资产	商誉和无形资产对市净率估值法有重大影响，尤其是通过并购发展的公司，其账面往往会有一笔很大的商誉和无形资产，而它的价值是极其不确定的。所以，如没有特别的理由能说明其含金量，最好还是在账面净值中做剔除处理。
固定资产	■ 会计记账方法 1）要注意固定资产是按历史成本法，还是公允价值法入账； 2）折旧方法也会对固定资产的账面净值产生较大影响。例如，采用加速折旧法的固定资产净值会大幅低于采用平均折旧法下的账面净值。 ■ 固定资产的真实性 固定资产原值的真实性，也可能有猫腻。
负债	检查是否有隐瞒任何债务，导致净资产虚高。
长期投资	检查“长期股权投资”或“可供出售金融资产”等科目。要想办法估算股权投资项目背后的市场估值。

4、市净率估值门槛

市净率的买入估值门槛，就是投资人在买入股份时最高能接受的市净率定值。

投资回报率（ROI） = 净资产收益率（ROE）/ 市净率（PB）

或者，市净率（PB）= 净资产收益率（ROE）/ 投资回报率（ROI）

其中，投资回报率是指投资人期望从该笔投资中获得的回报率。

买入市净率估值门槛基于以下三方面考量。

第一，即使是优秀上市公司，长期保持高于 20%的净资产收益率也不容易。A 股上市公司中，2012-2016 年连续五年 ROE 大于 20%的公司自有 32 家。

第二，股市长期投资回报率约 6.7%。则 20%的 ROE 对应的市净率就是 3 倍（公式=20%/6.7%）。也就是说，以三倍市净率买入长期 ROE 为 20%的优秀公司，如估值水平不变，这可以获得 6.7%的年投资回报。

第三，假设公司的 ROE 能长期保持着 25%的水平（仅极个别公司能做到，2012-2017 年仅有 7 家 A 股上市公司保持每年 ROE 大于 25%），则极限的市净率可以到 4 倍（公司=25%/6.7%）。

卖出估值门槛。无论多优秀的公司，PB 超过 10 倍，都是需要评估卖出的信号。因为，即便 ROE 长期维持在 25%时，但市净率为 10 倍时，当期投资回报率也只有 2.5%（公司=25%/2.5%）。这远远低于 10 年期长期国债收益率 2.7%-4.5%，而且还承担了很多风险。

6、市净率估值法的小结

市净率要在比较中才有意义，是一种思考方式，绝对值无意义。

要找出企业在相当长的时间段内的历史最低、最高和平均三档市净率区间。考察周期至少 5 年或一个完整经济周期。若是新上市企业，必须有至少 3 年的交易历史。同时，找出同行业具有较长交易历史的企业做对比，明确三档市净率区间

最后，本节市净率估值法更多是拿二级市场的优秀公司举例。而一级市场的公司往往规模更小，竞争力更差，财务更不规范。所以，建议用更严格的标准来做评估。

（二）市盈率法

1、定义

市盈率（PE），就是股票的市价（Price）与盈利（Earning）的比值，可以按股票总市值与公司利润总额来计算，也可以按照每股股价与每股盈利计算。

市盈率（PE）= 公司总市值/公司总利润 = 每股股价/每股盈利（EPS）

市盈率表示投资者为了获得公司每一单位盈利或利润，愿意支付多少倍的价格。例如，一只股票的每股盈利为 1 元，投资者以市价 20 元购入股票，则该股价对应的市盈率就是 20 倍。市盈率的高低也隐含了投资者承担的风险，市盈率越高则说明投资者承担的风险相对也越高。

按照用于计算市盈率的“盈利”时间的不同，市盈率可以分为静态市盈率和动态市盈率。静态市盈率是基于公司过去四个季度的每股盈利来计算。动态市盈率是基于公司未来四个季度的盈利来计算。

2、优缺点

市盈率法的优点是容易理解，所以是很多估值的首选。但缺点也很明显，包括如下。

第一，损益表容易被操纵。比对资产负债表而言，损益表更容易被操纵。这是因为财务报表是基于“责权发生制”而不是“现金收付制”，存在人为主观调节的空间很大。同时，公司短期盈利很少的变动，对公司股价和市值影响很大。所以损益表和利润都是财务欺诈的重灾区。

第二，没有区分股权价值和企业价值。通过市盈率估值法计算出来的公司的市值反应的是公司的股权价值，但没有反应公司的负债（杠杆）程度。假设同行业 A、B 两家公司净利润（10 亿元）和每股盈利完全相同，按市盈率法（20 倍），两家公司具有相同的市值（200 亿元）。问题是如果 A 公司有 100 亿元付息负债，而 B 公司不仅没有付息负债，而且还有 100 亿元的富余现金，则市盈率估值就会显得非常奇怪。按照此估值，A 公司的企业价值（股权价值 200 亿+付息债务 100 亿元-富余现金 0 元）为 300 亿元。B 公司的企业价值（股权价值 200 亿+付息债务 0 亿元-富余现金 110 亿元）为 100 亿元。这显然不合理，因为相比之下，B 公司的财务更为稳健，更有价值。

3、健康估值的体检和调整

要正确运用市盈率法的关键，是确定盈利或利润的真实性和准确性。但这其实很难，需要专业负责的财务尽调，所以并不作为本节讨论重点。笔者就列举一些简单的核查信号。

关键项目	检查内容
管理盈利的负面信号	管理盈利的负面信号都是管理层在业绩无法达标时，通过调整各种会计估计和假设，以提高公司当期利润。典型迹象包括 1）调低坏账准备金；2）调低存货跌价损失准备；3）突然改变折旧方法和折旧年限；4）减少各种准备金；5）当年资本化的研发费用大幅上升；6）销售费用突然下降；7）公司最后一个月或季度的销售增长显著高于前面月份或季度；8）客户预收款大幅度下降等；9）公司销售勉强达到计划，或正好不下跌，或勉强持平，都需要特别警惕；
管理盈利的正面信号	管理盈利的正面信号往往出现在当年业绩远远好于预期，因此管理层希望“平滑利润”或“隐藏利润”，把部分收入和利润延期到以后年度。这点与负面信号正好相反。
损益表和现金流量表结合看	检查损益表的利润有多少，多大比例变成了现金流量表里的“经营活动产生的现金流量净额”，是检验公司盈利质量的关键。赚钱但不赚现金的生意，都值得警惕，投资价值

	存在问题。
损益表与资产负债表结合起来看	大部分损益表的问题，都能在资产负债表上留下线索。例如，1）检查应收账款与营业收入的比例；如应收账款比营业收入增速快很多，是否说明公司通过不断放松信贷条件，来实现销售。2）检查存货与营业成本的比例；如存货比营业成本增速快很多，是否说明要计提更多的存货跌价损失准备。

4、市净率估值门槛

注意，本章的所有估值方法的“买入估值门槛”，都是基于公司的盈利不再增长的假设。之所以这么保守，是因为 1）成长性非常难预测；2）成长性往往被高估。特别是初创公司因为规模小，恰逢行业景气，头几年可能有 40-50%的高增长。但巴菲特说过：“对内在价值增长率的最高期望是平均每年 15%。而实际上，几乎没有哪家企业能在相当长时间内每年实现 15%的高增长。”所以，避免为“成长性溢价”买单是价值投资规模风险的重要手段。

市盈率的买入估值，就是投资者在买入公司股票时，能接受的最高市盈率水平。

投资回报率（ROI）= 1/市盈率

或者　市盈率（PE）　= 1/ 投资回报率

买入估值门槛：对于优秀公司，市盈率估值基准是 16 倍，极限估值是 20 倍。该门槛主要基于如下两方面考虑。

第一，即股市的长期回报率是 6%-7%，假设投资者期望的回报率是 6.7%。

第二，由于市盈率（PE）　= 1/ 投资回报率，投资者 6.7%的投资回报率对应就是 16 倍市盈率。换而言之，如果公司盈利不增长，且估值水平不变，投资者将可以获得 6.7%的年投资回报。

卖出估值门槛：无论多优秀的公司，市盈率超过 40 倍，都是需要评估减仓卖出的信号。

该门槛主要基于如下两方面考虑。

第一，即使公司非常优秀，在 40 倍市盈率下，在不考虑成长因素下，投资者的回报率只有 2.5%。

第二，10 年长期国债收益率在 3.5%-4%，且基本无风险。所以 2.5%的投资回报率是不划算的，没有吸引力。

5、市盈率估值法的小结

净利润要做剔除非经营性利润处理，以反映企业真实的净利润。市盈率要在比较中才有意义，绝对值无意义。

找出企业在相当长的时间段内的历史最低最高和平均三档市盈率区间。考察周期至少 5 年或一个完整经济周期。若是新上市企业，必须有至少 3 年的交易历史。

找出同行业具有较长交易历史的企业做对比，明确三档市盈率区间

（三） 市销率法

1、定义

市销率，就是股票市值与公司销售收入的比值。

市销率（PS）= 股票市值/公司销售收入

2、优缺点

市销率法的优点其实很少。一般有市盈率，市销率就很少被用到。但当净利率为零或负数，导致无法使用市盈率法，就采用市销率法来估值。特别是许多初创或互联网公司的净利率为负数，所以市销率法仍被大量使用。

市销率最适用于暂时出现亏损或是净利率存在巨大改善空间的企业。例如，在分析类似贸易公司，或者说业务规模、市场份额要比盈利能力更重要的公司，常常就会认为市销率要比市盈率要重要一些。比如早年的亚马逊（业务持续增长，短期盈利能力为负，但自由现金流持续增长），当时亚马逊利润是负的。

笔者认为市销率法对价值投资而言，并没有太多运用价值。特别是互联网创业失败率居高不下的情况下，很多公司靠烧钱买流量带动的销售收入增长，商业模式能否跑通是未知数，所以更是要慎用市销率法。建议还是寻找实实在在，能赚钱的项目。

3、市销率估值法的小结

同理，需对销售收入进行健康体检，确认收入的真实性和质量。具体方法不再累述。

在估值门槛上，需要与同行业公司进行比较。市销率法是一种辅助的思考方式。

（四） 现金流量法

1、定义

先澄清几个概念。

自由现金流，是公司可以自由支配的现金。也是公司从经营活动中产生的，在减去经营活动的再投资所需要的现金之后剩余的现金流量。

自由现金流（FCF） =（税后净营业利润 + 折旧及摊销） - （资本支出 + 运营资本增加）

或者

自由现金流（FCF） = 经营现金流（OFC）- 资本性支出

备注：经营现金流可直接采用现金流量表中“经营活动产生的现金流量净额”，资本性支出可采用现金流量表中“构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金”

2、优缺点

现金流量法是一种绝对估值法。理论上可以准确计算公司的内在价值。

但缺点也很严重。因为 1）变量太多；2）预测时间跨度太长；3）对参数很敏感。所以实际使用起来，就算是专业财务人员，也会很难使用。

但有时，我们还是会使用现金流法。因为，算账总比不算好。所以，重要的是多中选优，在各备选方案之间相对的比较，而不是一个项目本身的正确性。

3、健康估值的体检和调整

现金流量表相对不容易造假，但短期季度或年度的波动性较大。建议通过比对资产负债表和损益表的变动，确认波动是否存在实质性问题。

4、现金流估值门槛

动态现金流估值是基于预测未来相当长时间的公司自由现金流。静态现金流估值可以是过去 1-5 年公司自由现金流的平均值。笔者更推荐静态现金流估值，因为未来难以预测，变量太

多。

静态自由现金回报率 = 三年平均自由现金流 / 股票估值 = 每股自由现金流 / 每股股价

买入估值门槛

投资回报率（ROI） = 三年平均自由现金流 / 股票估值 = 每股静态自由现金流 /股价

对于优秀公司，一般 ROI 不低于 5%，最少 4%。因为，长期无风险国债的回报为 3.5%，而优质公司债券的长期回报为 4%-5%。

卖出估值门槛

无论公司多优秀，如 ROI 小于 2%，都是需要评估减仓卖出的信号。因为，货币基金的回报最低为 2%。

（五） EBITDA 倍数法

1、定义

企业价值（EV 或 Enterprise Value）= 股票市值 + 付息负债 - 现金。

息税折旧摊销前盈利（EBITDA）= 净利润 + 所得税 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 偿付利息所支付的现金

EBITDA 倍数法 = 企业价值（EV）/息税折旧摊销前盈利（EBITDA）

2、优缺点

EBITDA 倍数法在公司并购估值时经常被提和使用。最早在美国 80 年代中期的杠杆并购中，可以快速检查公司是否有能力偿还再融资的利息，评估企业的偿债能力。EBITDA 常被视同于公司现金流。

此外，EBITDA 显示出比营业利润更多的利润。所以常被资本密集型行业、高财务杠杆公司在计算利润的一种方式。笔者不认为这是一种有意义的业绩评价方式。过分强调现金流，会放大投资风险，容易做出错误的决策。因为，折旧+摊销等就和工资一样，都是实实在在的成本，只是公司提前一次性支付了而已。巴菲特认为 EBITDA 让人感到恶心，笔者完全认同，就是一坨屎。

所以，EBITDA 倍数法只适合作为公司估值时，与同行业进行比较之用。因为很多投行在用该方法，所以大家在卖企业时可以这么说，但买企业时，自己可千万别信。

3、应用案例

尝试用 EBITDA 倍数法给地产股估值。

假设的案例：我们以万科为例。假如万科 2008 年的净利润是 100 亿，所得税费是 10 亿，利息是 5 亿，市值为 1000 亿，负债 400 亿，账面现金有 120 亿，那么，其 EV=1000+400-120=1280，EBITDA=100+10+5=115，EV/EBITDA=1280/115=11.13。怎么看待这个估值结果？那就要再按同样的办法对保利、招商和金地等多家企业进行计算，然后对计算结果进行比较，理论上是 EV/EBITDA 计算值越小越好。一般来说，如果计算出来的 EV/EBIT 数值小于 10，那么可以说是价值有所低估的。但是，不能仅仅依据 EV/EBIT 估值来判断企业价值是否低估。

如何运用 EV/EBITDA 进行估值，重要的不是如何计算，而是要真正理解 EV/EBITDA 估值内涵及用意。

（六） PEG 指标法

PEG 反映的是市盈率与净利润增长率之间的比值关系。

PEG = 预测市盈率/（预测净利润增长率×100）

PEG 用公司的市盈率除以公司未来 3 或 5 年的每股收益复合增长率。比如当前市盈率为 20 倍,其未来 5 年的预期收益复合增长率为 20%,那么这只股票的 PEG 就是 1。当 PEG 等于 1 时,表明市场赋予这只股票的估值充分反映其未来业绩的成长性。

通常认为，该比值=1 表示估值合理，比值>1 则说明高估，比值<1 说明低估。

PEG 估值最大的问题在于分子与分母均包括了对未来盈利增长的预测，因此出错的可能性也比较大。因此，从保守的价值投资角度考虑，这种方法在投资实践中仅作为市盈率的辅助指标，实战意义不大。

（七）本杰明•格雷厄姆成长股估值公式

价值=年收益×（8.5+预期年增长率×2）。公式中的年收益为最近一年的收益，可以用每股收益 TTM（最近 12 个月的收益）代替，预期年增长率为未来 3 年的增长率。假设，某企业每股收益 TTM 为 0.3，预期未来三年的增长率为 15%，则公司股价=0.3*（8.5+15*2）=11.55 元。计算结果须与其他估值指标结合，不可单独使用。

（八）总结陈述

如上各种估值方法均不可单独使用，至少应配合 2-3 种联合研判，其绝对值亦没有实战意义。估值的重点是比较，尤其是相似企业的比较，跨行业亦没有意义。

另外，各种估值方法是投资者对企业价值判断的部分依据来源，是一种思维方式。目标企业都有一个所谓市场价格，是随行就市的。这个价格会随着市场的火热程度，上下剧烈波动。大多数时候的估值就是这么不合理，你除了不玩外，也没啥特别好的办法。

最后，一个企业的估值，并没有一个唯一的准确值。如有，人们为什么要用一个价值去交换另有一个价值相同的的东西呢，况且还有昂贵费时的交易成本？所以，一般交易中，肯定有人买贵了，同时也有人卖贵了。或有人买便宜了，有人卖便宜了。是一方占了另一方便宜。所以，作为投资人，需要尽可能悲观的对估值进行估计。**乐观主义是风险和灾难最佳的催化剂**。

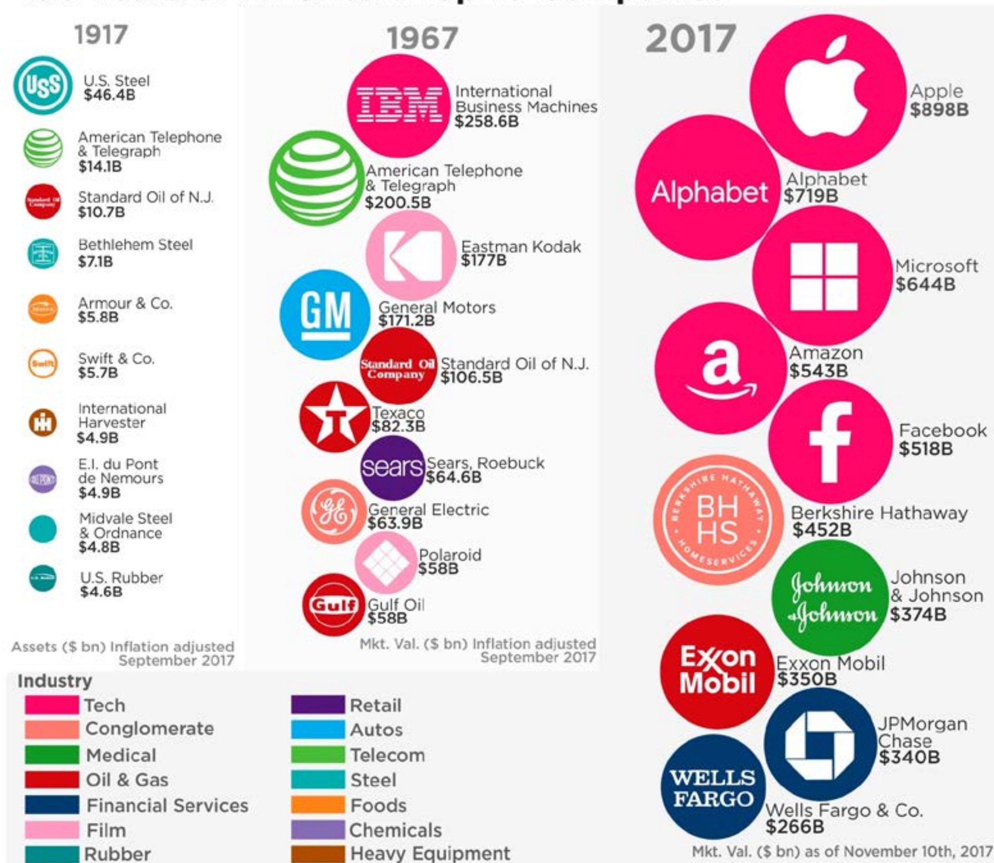
对估值的若干思考

在任何年代，排行前十的企业一定是人们生活中最需要的，提供了不可或缺的产品或服务。从该角度看，企业市值其实就是一把尺子，透露出有多少人需要一家公司。

在越战期间，美军对战场的各项数据做了详实的统计，记录了大量数据，多到根本没人看。但却没统计一项重要数据，就是越南士兵和百姓对战争的感受。统计数据也同样无法得出这类感性的结论。相信仅仅阅读财报，情况也会类似。

要培养自己对未来 20-30 年的行业变迁的前瞻性判断能力，思考企业的长期战略和竞争格局。战略错，方向错，拉长时间看，很多努力都是徒劳。例如，华为与联想的区别，华为在 2004 年就看明白老外靠不住，研发自己的海思芯片。而联想长期走贸工技模式，成为没有核心技术的组装厂。拉长时间，差距都出来了。又例如，平台型电商和垂直电商的区别，平台型跑出了阿里和京东，而垂直电商，包括当当、兰亭集势、聚美、唯品会等全面走向没落。培养前瞻性判断固然是一件很难的事情，如上案例也都是后见之明，但大家不能放弃追求和努力。

企业文化是值钱的，也应作为判断企业价值和长期投资非常重要的一部分。企业文化这个东西看不见，摸不着，但的确存在。企业文化最初来自创始人的价值观，而这种价值观会传导给初创团队及管理层的。与创始人价值观相近的人才会被保留，不切合的人会离开或被边缘化。久而久之，就形成了企业文化，且就像 DNA 一样，很难改变。企业文化的具体表现，是会影响到公司如何招聘、保留、培养和激励人才，影响到如何对待客户、员工、供应商和其他合作伙伴，影响到如何分配利益和惩罚，影响到在出现重大危机时，员工对公司忠诚度和信心。简而言之，企业文化影响大家的“选择”。



生活感悟：择业观

很多人曾问我，他们目前如何如何，未来该怎么做选择，职业规划。我很排斥“职业规划”这个词。多线性的世界，很难去规划，按照设计的路线走。这样太累，并不靠谱。

一、要取得好成绩，少盯成绩单的分数，多花时间提升自己的价值。有真才实学，并有点运气，社会自然会给一个合理的定价。短期也许会被高估或低估，长期肯定会回归。在任何年代，好的东西，从来都是稀缺的，抢手的，有市场的。

二、看看你上级，或所尊重的人。想想看，在二三十年后，你是否希望也成为那样的人。如果答案YES，好好努力，坚持下去。答案是 NO，尽快换地方。

第十六章　核心条件谈判

并购交易的谈判的焦点问题是并购的价格和并购条件，包括：并购方式和总价格、支付方式、支付期限、交易保护、损害赔偿、并购后的人事安排、税负等等。

双方通过谈判就主要方面取得一致意见后，一般会签订一份《投资意向书》(或称《备忘录》)。《投资意向书》大致包含以下内容：并购方式（转股/增资扩股）、并购价格、是否需要卖方股东会批准、卖方希望买方采用的支付方式、是否需要政府的行政许可、并购履行的主要条件等。

此外，双方还会在《并购意向书》中约定意向书的效力，可能会包括如下条款：排他协商条款(未经买方同意，卖方不得与第三方再行协商并购事项)、提供资料及信息条款(买方要求卖方进一步提供相关信息资料，卖方要求买方合理使用其所提供资料)、保密条款(并购的任何一方不得公开与并购事项相关的信息)、锁定条款(买方按照约定价格购买目标公司的部分股份、资产，以保证目标公司继续与收购公司谈判)、费用分担条款(并购成功或者不成功所引起的费用的分担方式)、终止条款(意向书失效的条件)。

Tips:（1）如上核心条件谈判，特别是并购方式（转股/增资扩股）和并购价格这两点，建议在确定初步投资意向之后，和开展正式尽职调查之前，就和标的谈好大致可接受区间。(2）谈判和尽职调查两者是互动的；(3）如双方条件都很满意，为加快进度，有时不签《投资意向书》也行，直接下一步签署《股权投资协议》。

最后，谈判的难点是以合理的条件和价格拿下，这考验项目经理的谈判水平，及背后平台公司的综合实力。我的体会如下：

气场相符	■　投资谈判代表要和企业负责人气场相当，如果气场不一样，很难聊到一块。
价值体现	■　除了投钱外，我们能给标的带来什么价值？产业协同、品牌背书、市场、资金、管理输出。简单说，我们能给标的带来什么价值，开出什么药方。
抓核心问题	■　通过尽职调查挖掘公司的核心问题，需甄别其中最核心和致命的 1-2 问题，让谈判对手“心灵为之一震”。达到这种效果，对方才会尊重我们，并争取议价空间。

	■ 一个好的投资经理，是可以穿透对方心理防线的。
能沉得住气	■ 通过时间拉锯，来争取议价空间......项目从接洽到落地，长达 1 年都很多。
谈判的场所	■ 避免在对方的地盘谈判，包括对方办公室，或对方请客招待的地方。
必要的理论基础	■ 悟性不高的朋友，至少应该看看《FBI 教你读心术》。系统介绍了人体的各种身体语言。

要点总结：

■ 争取议价空间，把价格谈到一个势均力敌的程度。怎么说呢...标的快不想和你玩了，在这个点上，稍微上浮一点点。

■ 投资估值、交易结构和退出方案的设计非常重要，非常考验经验。特别是投资估值，太高或太低都会存在后遗症。估值太高影响后续融资，估值太低让创始人感到吃亏，产生矛盾。

第十七章　股权投资协议

一、股权投资协议的通用条款

尽职调查的结论满意，并通过投资决策委员会审批通过。就会进入股权投资的实施阶段，投资方将与标的公司及其股东签署正式的“投资协议”（The Sale and Purchase Agreement，英文简称 SPA），“股东协议”（Shareholders’ Agreement，，英文简称 SHA）等。

协议条款的主要作用给与对方心理震慑力和法律束缚力，特别是当情况变坏时，争取法律上的最低保障。协议条款谈判是一个在争取权利中，又不断妥协的过程。

作为约束投融资双方的核心法律文件，下面将对投资协议的关键法律条款进行了概况梳理。

（一）主要条款

根据采用的交易结构，确定本次交易涉及的买卖双方和目标公司，并将其主体信息在投资协议中描述。

在草拟主体条款时，将主体的正确名称、注册地址、联系地址、注册号、身份证号、法人代表等信息补充完整。

（二）背景条款

背景条款即协议中常见的“鉴于”条款，并非必备条款，主要起到承上启下的作用。

基本内容包括：

- 卖方在目标公司所拥有股份；
- 目标公司情况；
- 卖方愿意出售的股份，卖方愿意购买的相应股份。

建议根据交易结构和尽职调查的结果，将本交易的大致背景介绍清楚。

（三）定义条款（Intepretation）

定义条款并非必要条款。对于简单交易，无需草拟。但对复杂交易，建议对比较重要的专业术语进行定义。

为便于查找，建议根据英文字母顺序排序。

（四）先决条件条款（Conditions Precedent）

先决条件条款是必要条款。在签署投资协议时，标的公司及原股东可能还存在一些未落实的事项，或者可能发生变化的因素。为保护投资方利益，需要约定交割的生效条件，涉及当事人的内部授权、政府监管、目标公司尽职调查、卖方陈述和保证等。

常见条款如下：

- 买方在合理期限内完成尽职调查，并对结果表示满意；
- 买方对聘用律师出具涉及目标公司的法律意见书内容表示满意；
- 买方股东通过了关于投资的决议；
- 卖方的陈述和保证在交割时仍然真实有效；
- 通过审批机构的审批和批准等；

先决条件对双方均有约束力，只要全部条件尚未满足，则任何一方均不得撤销该协议。为避免某些条件无法在预定期限内完成，造成交易的不确定性，往往在先决条件条款中加入最后终止日（Long Stop Date）期限限制。

（五）交易条款

交易条款通常与背景条款前后呼应，用于正文中对交易的约定和确认。根据交易结构的不同，体现为增值、买卖等情况。

在股权转让交易中，体现为一方同意出售和转让，另一方同意购买和受让目标公司股权。在增资交易中，体现为一方同意对目标公司进行增资，并占有一定股权，而目标公司及股东表示同意。

在草拟交易条款时，通常增加再受限于先决条件的前提下，进行交易的表述。

（六）对价条款（Consideration）

对价条款为必备条款。会约定购买或受让标的股权的总对价或是某一确定的金额，并约定该对价在交割日或之前进行支付。

从保护买方利益的角度考虑，可以约定对价调整机制，即俗称的对赌协议。

在付款进度方面，还可以约定分期支付的方式。建议对支付方式、期限、币种、收款账户等进行明确约定。

（七）交割前义务条款（Undertaking Clause，即承诺条款）

在股权协议签署后至交割前的期间，买方并未实际拥有和控制目标公司。而尽职调查基准日通常为股权协议签署之前的某一日期。因此，在交割前，目标公司很可能会发生不利于买方的变化。为了保护买方利益，需约定卖方和目标公司在交割前须遵守的义务。往往包括如下：

1、不得从事导致卖方违反承诺和保证义务的行为，及导致目标公司产生不利变化的行为；
2、卖方保证目标公司正常经营。未经同意，不得从事行为包括：签署非经常性业务范围内的合同，处置账面价值达到某一金额的资产，做出超过某一金额的出资或出资承诺，

终止正常业务，借款融资，增减资，创立或注销公司，支付股息或分红，修改公司章程，发行股票或证券。

（八）交割条款（Completion）

交割条款是核心条款。约定各方交割的时间、日期、地点和需要对方提供的文件。

交割时，卖方通常需要提交出资证明、授权委托书、董事会或股东决议等。买方需要提交付款凭证、董事会或股东决议等。如双方是上市公司，还需履行必要的信息披露程序。

建议在交割时，将目标公司的印章、会计凭证、证照等一并交割，并约定卖方配合办理股权变更审批和工商变更登记手续。

（九）陈述和保证条款（Representaiton and Warranty）

尽管买方在并购前，会对目标公司做完整尽职调查，但调查本身具有局限性，难以知根知底，导致双方对目标公司的信息不对称。且从尽职调查基准日至先决条件满足之日，目标公司的情况是不断发生变化的。因为，承诺与保证条款应运而生，是为了保护买方的利益而设置的极为重要的条款。并且，要求卖方作出的陈述和保证事项要远远多于要求买方作出的陈述和保证事项。

通常包括但不限于：

- 法律地位、正式授权和法律拘束力；
- 不违反法律、公司章程等规定；
- 标的公司经营合法合规；
- 标的公司股权结构真实、准确、不存在权利负担；
- 资产、重大合同、财务报表、员工的相关情况；
- 不存在未披露负债。

需注意，陈述和保证条款不同于交割前义务条款，前者是协议签署之前或之时，对目标公司现状的陈述和保证（基本上与尽职调查的结果相一致），而后者是签署协议之后至交割之前卖方或目标公司承诺进行的作为或不作为，是对将来的承诺。所以，买家通过陈述和保证条款，和交割前义务条款，对目标公司的过去、现状和未来作了锁定性约束。

（十）违约赔偿条款（Indemnities）

必备条款之一。违约赔偿条款分两个层面。

第一，描述违约赔偿各方的责任。各方对违反各自向对方作出的陈述和保证，或承诺造成对方损失的，应赔

偿由此造成的一些损失。各方违反各自的义务（承诺和保证以外的义务），应向对方承担违约责任。例如，卖方绝交或推迟交割，则应向买方支付一定的违约金。如买方推迟付款，则缴纳违约金或滞纳金。

第二，责任限制（Limitation on Liability）专门限制责任的赔偿金额。创始人股东/股权转让方应当与公司承担连带责任。但是尽管有前述约定，公司就拟议交易下产生的任何保证或损害赔偿请求向投资人承担的最高金钱责任应当不高于投资人向公司实际支付的投资额的 100%。

（十一）知情权（Information Rights）

知情权定义了投资方法定可以获得的信息类型。以及公司应该该必要信息转到给投资方的时间范围。

通常包括如下描述：

- 在每一个会计年度开始 30 天之前，提供下一个会计年度的预算表和商业计划；
- 在每一个会计年度结束后 90 天内，提供审计报告；
- 在每个季度结束后 45 天内，提供季度报告；

→ 检查权。除了公司按照约定提供财务报表外，投资方有权在提前书面通知的前提下，在公司正常办公时间内检查公司的资产、财务报表、财务账簿、财务凭证等文件以及与公司员工、审计师、法律顾问沟通公司事务。

（十二）通知条款（Notices）

通知条款并非必备条款。为了日后联系及送达方面的考虑，建议在正文中，约定各方的联系地址、电话、联系人等信，并约定通知到达的有效方式和生效时间。

（十三）费用和赋税条款（Costs and Expenses）

并非必备条款，但也是重要条款。约定各方为本交易的费用由各方承担。或由目标公司承担。

印花税通常各自承担 50%。资本利得税由卖方承担。

（十四）法律适用和管辖条款（Governing Law and Arbitration）

必备条款之一。

关于适用法律和司法管辖地，尽量选择本国或第三国，例如香港/新加坡。

在发生争议时候，可以选择通过调解机构、仲裁机构，和法院诉讼来解决。从简单到复杂依次为调解->仲裁->法院诉讼。

调解和仲裁都由独立的第三方专业机构在做，只要是国际上有公信力机构，就可以信任，因为各国的规则相差不多。调解更多是从让双方达成合议的角度去解决。仲裁是一裁终局，更

多是双方冲突的解决，即使仲裁结果本身有问题并转去法院诉讼，可能被法院驳回。关于法院诉讼，各个国家的法院诉讼规则不同，导致起诉难度大，周期长，律师很难预期会发生什么。

二、股权投资协议的特殊条款

（一）公司治理条款（Corporate Governance）

投资方可以与原股东就公司治理的原则和措施进行约定，以规范或约束标的公司及其原股东的行为，如董事、监事、高级管理人员的提名权，股东（大）会、董事会的权限和议事规则，分配红利的方式，保护投资方知情权，禁止同业竞争，限制关联交易，关键人士的竞业限制等。例如：

1、一票否决权条款（Veto Rights）。从法律性质上，也可称保护性条款 （Protective Provisions）。即投资方指派一名或多名人员担任标的公司董事或监事，有些情况下还会指派财务总监，对于大额资金的使用和分配、公司股权或组织架构变动等重大事项享有一票否决权，保证投资资金的合理使用和投资后企业的规范运行。

关于一票否决权的具体内容，列举检查清单如下。注意，在参股情况下，投资方要求这些一票否决权条款越多，越能保障利益。但在控股情况下，如下条款不适用。投资方应当要求取得董事会的多数董事席位，并通过董事会保留权利来实现控制。

重要决定（Key Decision）

→ 股权类事项

- 增加或减少注册资本/授权股本/发行股本；
- 改变公司持有的股份上附属的权利；
- 制定或变更利润分配计划和方案；
- 制定或变更股权激励方案；
- 制定公司上市的计划；

- 破产和清算；
- 回购本公司的股份。

→ 经营类事项

- 改变主营业务；
- 经营方式的重大 变化；
- 处置（包括购买、出售、对外许可或转让）核心知识产权；
- 处置其他重大资产；开展重大交易；
- 签署重大合同；
- 发生对外借款；
- 提供对外担保；进行对外投资；
- 与创始人股东的关联交易；
- 就重大诉讼或仲裁达成和解。

→ 管理类事项

- 改变董事会的规模；
- 改变董事和高级管理人员的提名和委派权；
- 改变董事和高级管理人员的薪酬幅度超过一定比例。

董事会保留权利（Board Reserved Matters）

要对总经理和董事会权利进行约定。总经理在未得到董事会授权前，不能做一些决定。董事会的所有决定均以简单多数原则作出。

在控股情况下，投资方应当要求取得董事会的多数董事席位，并通过董事会保留权利来实现控制。具体应尽可能多的将上一段中的“**重要决定**”，到转到董事会保留权利中。

（二）优先认购权（Rights of Participation 或 Pre-emption rights on issuance）

在公司增加注册资本或新发行股份时，我方有权按照同等的条件优先认购新发行的股份。

如果投资方只是参股标的公司，目标公司可能仅同意投资方按照持股比例优先认购全部新发行的股份。但是投资方可以要求在特定条件下（例如公司业绩达到特定标准/公司业绩无法达到特定标准），有权要求创始人股东按照事先同意的价格或者市场公允价格出售其股权给投资方，以使投资方成为公司的控股股东。如果投资方具有控股地位，可以要求优先认购全部或部分新发行的股份，取决于投资方的自由裁量，而非限于投资方的持股比例。

（三）优先购买权 (Right of First Refusal 或 Pre-emption rights 或 Pre-emption rights on purchase)

在除投资方外的其他股东拟向第三方转让其持有的公司股权时，投资方有权按照同等的条件优先购买该等拟转让股份。

如果投资方只是参股标的公司，目标公司可能仅同意投资方按照持股比例优先购买其他股东拟对外转让的股权。如果投资方具有控股地位，可以要求优先购买其他股东全部或部分拟转让的股份，而非受限于投资方的持股比例。

（四）反稀释条款（Anti-Dilution Provision）

公司不得以低于本次我方投资的估值进行融资或转让老股，否则投资方的估值要进行调整保证投资方的股权比例不被稀释。如果投资方具有控股地位，通常是其他股东要求取得该权利，投资方可以考虑拒绝该等要求。

如果标的公司以新低价格进行新的融资，则本轮投资方有权要求控股股东无偿向其转让部分公司股权，或要求控股股东向本轮投资方支付现金，即以股权补偿或现金补偿的方式，以使本轮投资方的投资价格降低至新低价格。

（五）估值调整条款（Valuation Adjustment Mechanism）

估值调整条款又称为对赌条款(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)，即标的公司控股股东向投资方承诺，未实现约定的经营指标（如净利润、主营业务收入等），或不能实现上市、挂牌或被并购目标，或出现其他影响估值的情形（如丧失业务资质、重大违约等）时，对约定的投资价格进行调整或者提前退出。估值调整条款包括：

1、现金补偿或股权补偿。若标的公司的实际经营指标低于承诺的经营指标，则控股股东应当向投资方进行现金补偿，应补偿现金=（1－年度实际经营指标÷年度保证经营指标）×投资方的实际投资金额－投资方持有股权期间已获得的现金分红和现金补偿；或者以等额的标的公司股权向投资方进行股权补偿。但是，股权补偿机制可能导致标的公司的股权发生变化，影响股权的稳定性，在上市审核中不易被监管机关认可。

2、回购请求权(Redemption Option)。如果在约定的期限内，标的公司的业绩达不到约定的要求或不能实现上市、挂牌或被并购目标，投资方有权要求控股股东其他股东购买其持有的标的公司股权，以实现退出；也可以约定溢价购买，溢价部分用于弥补资金成本或基础收益。如果投资方与标的公司签署该条款，则触发回购义务时将涉及减少标的公司的注册资本，操作程序较为复杂，不建议采用。

此外，根据最高人民法院的司法判例，投资方与标的公司股东签署的对赌条款是签署方处分其各自财产的行为，应当认定为有效；但投资方与标的公司签署的对赌条款则涉及处分标的公司的财产，可能损害其他股东、债权人的利益，或导致股权不稳定和潜在争议，因而会被法院认定为无效。所以，无论是现金或股权补偿还是回购，投资方都应当与标的公司股东签署协议并向其主张权利。

（六）对创始人股东的锁定

- **不竞争义务**（Non-competition）：要求创始人股东不得与公司直接或间接开展竞争。
- **全职服务**(Full Time Service)：要求公司的关键员工和核心技术人员将其几乎全部的业务时间投入于公司的运营之中。在投资方仅为参股的情况下，鉴于公司的运营和管理将主要依靠原经营管理团队，因此需要保证该等经营管理团队继续服务于公司。如果公司主要由投资方负责经营、管理，则该条款可以考虑删除。
- **控制权丧失的限制**：创始人股东不得丧失对公司的控制权，如果创始人股东丧失对公司的控制权，则投资方除有权按照同等条件行使优先购买权外，还有权选择与创始人股东共同出售其持有的公司股权（投资方持有的全部公司股权应优先出售，价格为市场公允价格及创始人股东拟出售价格中的较高者），或对公司进行清算。如果投资方具有控股地位，取决于创始人股东在公司继续持有的股权比例及其对公司的重要程度决定投资方可以取得的权利。
- **股权转让的限制**：未经投资方的书面同意，其他股东不得转让其持有的公司股权或在双方同意的一定比例内可以转让。在投资方参股的情况下，目标公司可能较难同意此种限制，并且可能主张投资方已经受到“控制权丧失的限制”的保护，需结合其他条款的保护情况决定是否需要坚持该条款。在投资方控股情况下，取决于投资方是否希望将创始人股东锁定于公司，并且如对方不同意无限期的锁定，可以考虑设置合理的锁定期。

（七）出售权条款

为了在标的公司减少或丧失投资价值的情况下实现退出，投资协议中也约定出售股权的保护性条款，包括但不限于：

1、随售权（Tag-Along Rights）/共同出售权(co-sale right)。如果标的公司控股股东拟将其全部或部分股权直接或间接地出让给任何第三方，则投资方有权但无义务，在同等条件下，优先于控股东或者按其与控股股东之间的持股比例，将其持有的相应数量的股权售出给拟购买待售股权的第三方。

2、拖售权/强制出售权(Drag-Along Right)。如果我方决定出售其持有的超过 50%以上的公司股权，我方有权要求其他股东和我方按照同等的条件一起出售其持有的公司股权。

如果投资方只是参股标的公司，目标公司可能不同意给予投资方拖售创始人股东的权利；通常是创始人股东要求取得该权利，投资方可以考虑拒绝该等要求，即使同意也应当预先设定一个较高的股权转让价格（例如投资方投资价格加上合理的资本回报率（例如 8%-10%的年化收益率）和一定的溢价以及所有已宣派的未付股息，且不得低于届时的市场公允价格）；或者如果投资方预期取得标的公司的控股权，可以要求在此种情况下行使特别的优先购买权，即按照第三方提出的价格或者市场公允价格中较低者购买控股股东拟出售的所有股权。

（八）购买期权/出售期权(Call/Put Option)

如果创始人股东违反非竞争义务或其他任何双方同意的义务，投资方除可以享有法律规定的救济外，有权选择将其持有的股权出售给股东创始人，或者收购创始人股东持有的公司股权。

（九）清算优先权条款（Liquidation Preference Right）

公司清算时，投资方有权优先于其他股东收到投资款，和或约定一定的年化收益。

（十）最惠国待遇(Most-Favored-Nation Treatment)

公司在未来融资中给予其他投资人的权利，我方应当自动享有。

如果投资方具有控股地位，通常是其他股东要求取得该权利，投资方可以考虑拒绝该等要求。

三、履行投资协议

履行投资协议指并购合同双方依照合同约定完成各自义务的行为，包括合同生效、产权交割、尾款支付完毕的。一个较为审慎的并购协议的履行期间一般分三个阶段：合同生效后，买方支付一定比例的对价;在约定的期限内卖方交割转让资产或股权，之后，买方再支付一定比例的对价;一般买方会要求在交割后的一定期限内支付最后一笔尾款，尾款支付结束后，投资协议才算真正履行结束。

Tips：

- 查理・芒格认为，和品行不良的人很难做出好的买卖。别指望法律合同或尽职调查能保护自己。



生活感悟

不喜欢做的事，如条件允许，就要尽快停下。因为很可能十年以后，你也同样不会喜欢。

真喜欢还是假喜欢，会影响到你的行为。特别是晚上你会干什么。

不喜欢的事，我也许能做完，但真的很难做好。

第十八章　投前投后管理

一、投前管理

投前管理可做的事情很多，本节重点介绍公司的股权分配方案。

徐小平说过：“创业的基础就是两个，一个是团队，一个是股权结构。股权结构不合理，公司一定做不成”。任正非说过：“华为能够走到今天，得益于分钱分得好”。

合理股权结构之所以重要，是因为：1）股东结构越来越多元化。既包括创始股东，也包括员工和投资人；2）股权增值速度越来越快；3）人力资源越来越重要，越来越复杂；4）由于股权引起的矛盾越来越多。

常见的股权结构问题如下。作为企业内部创业孵化，或对初创项目进行辅导，需特别留意和规避错误。

（一）经营团队股东持股比例过低

经营团队持股比例高于 2/3，处于绝对控股地位。经营团队对公司股东会所有决议事项有决定权，有持续创业动力。

经营团队持股比例高于 50%，处于相对控股地位。经营团队对股东会大部分决议事项有决定权，也有创业动力。

经营团队持股比例低于 50%，处于不控股地位。经营团队对公司股东会决议事项没有决定权，可能对公司失去控制权，也会导致后期创业动力不足。

（二）没有股权动态调整机制

是否有为老股东股权调整与新股东进入是否预留股份？公司是变化的，股东是变化的，公司的股权也要动态变化，以实现股东的价值贡献与股权分配动态公平合理。

股权的动态调整，一方面可以解决早期拍脑袋分配股权的不合理性问题，另一方面可以解决后期进入团队的激励问题。

公司估值或价值越大，越会放大人的预期，放大人的欲望，也会放大股权调整的难度与成本。因此，一开始设计好股权调整机制，股东达成共识难度最小，代价最少。

（三）没有清晰明确的老大

第一大股东与第二大股东股权比例差距多少？老大与老二股权比例差距太小，容易导致股东之间价值贡献与利益分配失衡，责任互相推诿，也容易导致决策僵局。

老大与老二股权比例拉开合理差距，老大的身份地位清晰，权利责任也清晰，也有利于提高决策效率。

老大老二之间至少 10%的股份差距，不是绝对标准，而是我们建议的相对合理差距。如果没法拉开 10%股份差距，可以通过投票权委托、一致行动人协议与持股平台等方式放大老大的投票权。

（四）老大没有控制权

老大投票权比例在 1%—33%，对股东会决议事项既没决定权，也没否决权。

老大投票权比例在 34%—49%，对公司少数重大事项有一票否决权，但对公司大部分事项都没有决定权，容易导致对公司失去控制权。

老大投票权比例在 50%以上，对股东会决议的大部分事项有一票决定权。

控制权既可以通过股权控制实现，也可以通过非股权控制来实现。公司老大不控股的情况

下，还可以通过投票权委托、一致行动人协议、持股平台与AB股计划等方式实现。

（五）经营团队股东没有经过磨合

合伙，是人生的第二次“婚姻”。一个不靠谱的合伙人，比没有合伙人给公司造成的损害还要大。

合伙人之间，“感觉”合适与“真正”合适有巨大的差异。经历过“柴米油盐醋”具体事情的磨合，这有利于形成稳固的合伙人经营团队。

合伙之间，合伙人之间至少有过在具体事情上6个月以上的磨合期。这种磨合，可以在公司体制内磨合，也可以在公司体制外磨合。

正式合伙之前，可以通过外部顾问或项目合作等方式，先“恋爱”再“结婚”。

有个磨合期，对双方都是保护。经不起半年磨合的合伙，也别奢望可以合伙共事10年。

（六）经营团队股东认缴但未实缴的注册资本过高

公司注册资本实行“认缴制”，但“认缴制”不代表任性，也不代表认而不缴，只是早缴晚缴问题。

注册资本≠公司估值≠公司价值。

股东要以认缴的出资为限，对公司债务承担责任。股东对注册资本认而不缴，这会加大股东的个人责任风险，其他股东还可依法将其除名。

对于人力驱动型的公司，如果早期不需要大额资金投入，或没有取得经营资质的最低注册资本要求，建议注册资本最高为100万。

如果未实缴注册资本过大，建议减资。

不建议找第三方垫付出资，避免经不起财务审计或因抽逃出资承担法律责任。

（七）经营团队股东缺乏离职退出机制

合伙人进入需要“结婚”机制，合伙人退出需要“离婚”机制。大量的股权战争源于合伙人之间缺乏“离婚”机制。

中国人情社会、好基友合伙创业、“谈利益伤感情”的理念与滞后的中国公司法与公司章程误导，导致大量创业团队缺乏退出机制。

缺乏退出机制，会导致阶层固化与利益固化、新老团队利益失衡与巨大的股权战争纠纷。

中国公司法与公司章程都是把“创业者”当成“投资人”看待，都没有解决合伙人的退出机制问题。退出机制必须通过股东协议解决。

事后一箩筐道理，都抵不过事前一纸协议。退出机制必须事先通过书面协议解决。

（八）经营团队股东缺乏离婚退出机制

根据中国婚姻法，婚姻存续期间的家庭财产属于夫妻共同财产，除非夫妻另有约定。

创业者配偶，虽然不出现在工商登记文件，但是创业者最大的隐名合伙人。

创业者婚姻股权存在“三高”特点：离婚概率高、出事概率高与离婚代价高。婚姻发生变化，不仅仅影响夫妻双方关系，还影响合伙人股东、员工股东与投资人利益。

要相对公平合理地处理好夫妻股权关系，避免不公平合理的婚姻股权处理导致创业还未成功婚姻家庭先亮红灯。

“土豆条款”是一种处理婚姻股权的方式，但却是以配偶完全放弃股权、完全以牺牲配偶的利益为代价，这是种简单粗暴的处理方式。除了“土豆条款”，配偶之间还可以事先约定合理价格回购离婚配偶股权或把配偶投票权分红权分离的方式避免公司动荡。

（九）经营团队股东缺乏伤亡退出机制

伤亡是国人忌讳的不吉利事件，创业团队大都回避讨论，更少有人会事先设计退出机制。

重要经营团队股东的伤亡，如果没有约定退出机制，这会引发公司经营团队、利益分配与决策机制的巨大震荡。

重要经营团队股东的伤亡，不仅仅是家庭内部的私事，它也是影响其他合伙人股东、员工股东与投资方股东的公众事件。处理不好，这会导致伤亡股东家庭既遭受失去亲人又失去生活物质保障的双重压力。

伤亡股东的股权，可以通过公司回购、其他股东购买或钱权分离保障伤亡家属财产权利的方式解决。

事后一箩筐道理，都抵不过事前一纸协议。事先签署退出书面协议。

（十）经营团队股东与核心技术人员缺乏股东约束机制

人力资本时代，人才一方面很重要，另一方面变数很大。人才既需要有激励机制，也需要约束机制。

货币资本的出资与到位，很容易验证。人力资本的出资与结果不好验证。

股东的约束机制，包括竞业禁止、保密、知识产权归属与不挖公司墙角，这些都是为了实现人力资本的出资到位。

不是所有人都适用，主要适用于公司重要经营团队股东或公司技术骨干。

二、投后管理

投后管理的前提是创始团队认同这种理念，需要对创始团队的人品和能力考查到位，并在投资前就通过协议的形式约定好。总归，要让被投企业觉得，你对他有帮助，有用。

投后管理的主要形式体现为提供增值服务或赋能。包括如下六大服务：

领域	举例
市场地位	■ 行业领域的各种外部资源 1） 最直接的，是给标的企业带来订单 2） 加入上市公司现有的市场和销售体系 3）品牌增信，添加上市公司的名字,或 XX 集团旗下品牌
商业模式	■ 对国家政策充分研判和建议
财务指标	■ 可靠的融资渠道和后续融资保障
团队配置	■ 行业内外的人脉网络 1）能帮标的企业找到合适的董秘+总经理+技术专家等高端人才
发展阻碍	■ 自身丰富的投资经营 1）为标的企业进一步规范财务、内控和公司治理。你要相信，一个治理规范的企业，它的软实力是值钱。
发展战略	■ 提供战略性规划 1） 派驻高管，建立持续改进和优化机制。督促管理层，建立持续改进和优化的机制，提高运营和实施水平。建议刚开始，外包给专业的咨询机构。同时，在掌握了这套机制后，在内部建立专门的专家顾问/咨询团队，专门负责这块工作。最后，每季度提交管理报告，针对管理中的问题提出书面管理建议，持续改进优化。（Tips:说起来简单，做起来超难。主要是投后管理人员的收获和职业风险严重不对等。见效特别慢，很难量化，奖励难落地。做不好更是尴尬，等于入坑。）

举一些投前或投后服务的案例。

鼎辉投资南孚电池：鼎辉执行总裁焦震在投资南孚电池前，前往南孚 50 多次，其中 4 个月内 10 次到南孚总部福建南平，才打动南孚老板。此外，焦震还对接金霸王、引入摩根斯坦利。这些动作最终促成南孚和鼎辉的合作。焦震说："投资传统企业，投资人一定要有乙方心态"。

3i 国际投资小肥羊：在投资前，3i 请来国际著名咨询公司罗兰贝格为小肥羊做了全方位诊断，并向小肥羊提交战略咨询报告。一方面确定了 3i 的投资信心，另一方面让小肥羊在投资前就确定了引入投资后的战略发展路径。

投资前的增值服务是项目投资的前奏，增值服务的前移能有效拉近项目方与投资人的距离，赢得项目方的尊重和信赖，为成功完成优质项目打下基础。

达晨投资同洲电子：利用达晨大股东广电传媒的有线电视行业资源优势，协助同洲电子转型成为中国最大的机顶盒生产企业，同时向同洲电子委派了公司高管任公司副总，协助同洲电子稳步扩张。

广风投投资倍特生物：派出兼职副总和财务总监协助企业管理，制定长期发展战略。帮助企业获取国家药监局新品批文，协助申请国家中小企业创新基金数百万元。并帮助企业引入后续轮次的投资方。

早期项目大多存在商业模式不清晰，团队配置存在短板，企业运营管理混乱等企业问题，这需要投资人投入相当大的精力，做好项目的培育孵化工作。并协助企业解决发展中存在的诸多问题。

定战略

霸菱投资网易：根据市场发展情况，帮助网易从单一信息门户向 SP、CP、游戏等业务延伸扩张，最终促成网易转型成功。

搭班子

3i 投资小肥羊：投资小肥羊后，为小肥羊引入了汉堡王前总裁，肯德基香港运营总裁。帮助小肥羊在短时间内吸收消化了国际先进餐饮企业的管控治理经营，并促成小肥羊最终以令人满意的价格出售给百胜集团。

Tips:

1、让投资团队及协同企业关键经办人，参与持股平台做小股东。这种机制的安排，本身就是极好的投后管理和风险控制，比任何理论都靠谱。

2、和标的企业老板关系要搞好，交往一年以上才能有较深的感情。关系好了，投后管理才能好商量+好协调。

3、能带来订单提升的协同，才是最扎实的协同。能给标引进优秀人才，也不错。

4、现实中，企业能真正为标的带来的价值或增值服务，一般肯定比想象+说的要少。所以，别瞎承诺，骗进来再说，最终损伤到个人的信誉。

5、项目判断正确只能说成功了一半，另外一半看团队整合。两点都没做好，项目就很危险。

假产业协同发生的可能性，及副作用

很多被投企业希望加入大的平台公司，带来好的品牌、管理、社会资源和销售渠道。但这真的会轻易发生，达到预期效果吗？答案是不一定。如被投企业对领头企业（平台公司）考察不到位，轻易被合并，并拿去财务和人事的控制权，弄不好会阻碍企业发展。此时，被投企业发觉，合并价值不达预期，文化和管理理念不合拍，双方不愉快，此时想离开比离婚还要困难，追悔莫及。

一方面，因为在我国做生意是一件很难的事，面临更严酷的竞争。另一方面，社会综合素质、企业管理和诚信水平等，特别在我国某些行业，真的特别糟糕。

可惜是，被投企业极少尽调领头企业，因为：一、实力不对等，不具备调查的资格和身份；二、大型平台公司的光环效应，简单认为，大平台、资金实力雄厚、管理规范、社会资源雄厚等等。事实真的是这样吗？或者，反过来想想，真的这么完美，对方有必要找你合作吗？

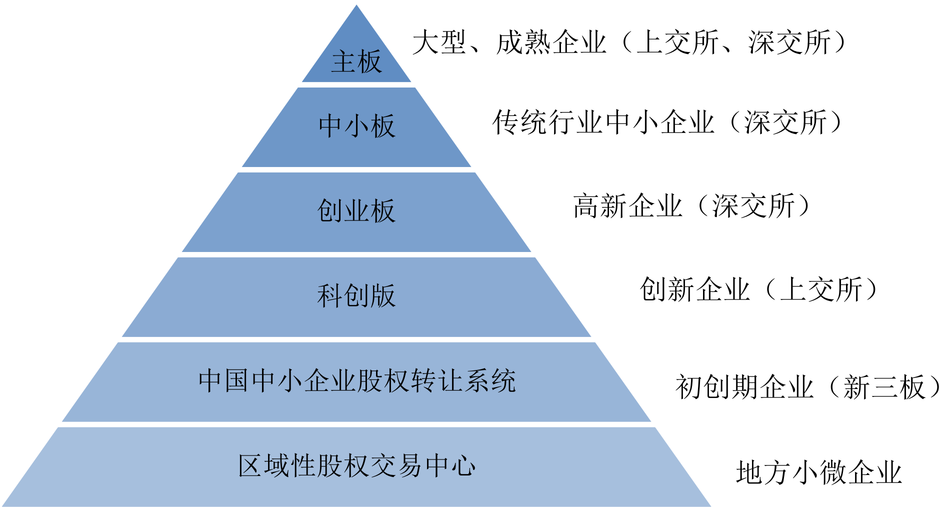
笔者建议，被投企业至少做到两点：一、多维度的，调查企业实际控制人或创始人的人品、口碑、商业信誉。创始人的人品和作风，会直接或间接的影响到高层和基层员工的人品和作风。这点极其重要，且很难改变。最终决定他们是如何对待合作伙伴的，包括如何对待你。 二、最好，能从一到两个项目合作开始。通过合作，感受对方团队的素质、效率和能带来社会资源等。问问自己，这真的是你希望看到的吗？

第十九章　退出方式

私募股权投资包括募资、投资、管理和退出四大环节，其中退出是基金运作中最基础、最重要的一个环节。是所投企业发展到一定阶段后，将股权转化为资本形式而获得利润或降低损失的过程。

一、中国多层次资本市场体系图

最理想是去主板、中小板、创业板或科创版上市。上市后溢价高，且有充分流动性。



二、主要退出路径

目前，退出方式主要有以下几种。

退出方式	介绍	优势	弊端
IPO	首次公开发行股票（IPO）一般在企业经营达到理想状态时进行。当被投资的企业上市后，私募基金再逐渐减持该公司股份，并将股权资本转化为现金形态，实现资本的盈利性和流动性。IPO 退出方式可以获得最大幅度的收益。按照区域，可分为境内和境外上市。境内主要指上交所或深交所。境外上市常在港交所、纽交所或纳斯达克等。	1、获得较高的收益回报，通常可达投资金额的几倍甚至几十倍。 2、是实现投资者、企业管理层、企业自身三方利益最大化的理想途径。 3、有利于提高 PE 的知名度。	1、上市门槛高。 2、IPO 所需时间长、机会成本高。 3、IPO 退出面临诸多风险。包括 IPO 政策和市场行情风险。
兼并收购	指将目标企业的股权转让给第三方，以确保所投资资金顺利的撤出。我国并购退出的回报率近几年一致维持在 5 倍以下，与 IPO 高达 10 倍以上的退出回报相比较低。	1、并购退出更高效、更灵活。 2、并购退出只要在并购交易完成后，即可一次性全部退出，交易价格及退出回报较为明确。 3、并购退出可缓解 PE 的流动性压力。	1、潜在的实力买家数量有限。 2、收益率较 IPO 低。 3、企业管理层可能对并购持反对意见。
股份回购	指企业或者公司管理人员按照约定的价格将公司的股份购回。与并购相同，回购的本质也是一种股权转让，两者的区别在于股权转让的主体有所不同。	1、交易过程简单。 2、资本安全得到保障。	1、错失未来潜在的投资机遇。PE 投资的企业多为成长类型，在发展过程中存在着很多不确定因素。若 PE 的退出在目标企业业绩大爆发之前，则错失了潜在的投资机遇。
清算	是投资失败后的退出选择，是基金公司最不愿意采取的方式，意味着基金公司将遭受部分甚至全部损失。	1、止损强制性强。	1、存在投资损失，导致部分或全部投资损失。 2、市场影响消极，被认为投资失败。

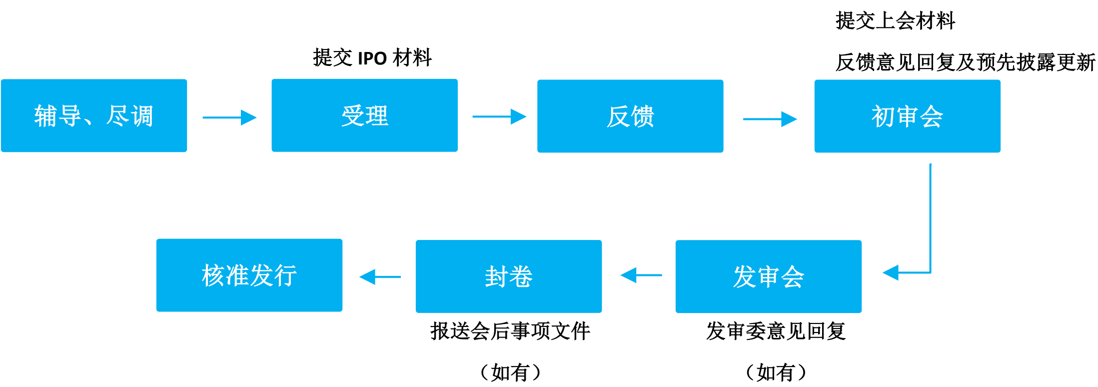
三、IPO 主要上市条件和流程

境内 IPO 上市条件

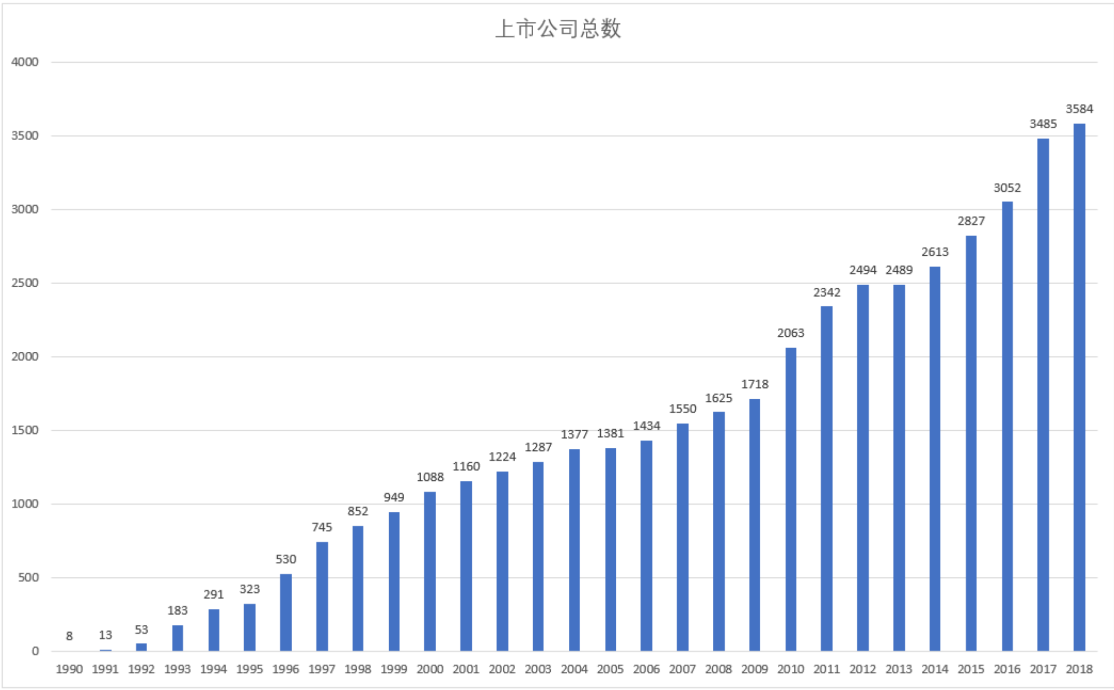
	主板、中小板	创业板
规模和存续期	■ 依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司 ■ 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元 ■ 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20% ■ 最近一期末不存在未弥补亏损	■ 依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司 ■ 最近一期末净资产不少于 2000 万元 ■ 发行后股本总额不少于 3000 万元 ■ 最近一期末不存在未弥补亏损
盈利能力	■ 最近三年连续盈利，且净利润累计超过 3000 万元 ■ 最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元，或最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元 ■ 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据	■ 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元 ■ 或最近一年盈利，最近一年营业收入不少于 5000 万元 ■ 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据
主营业务	■ 具有持续盈利能力，财务状况良好，其生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策及环境保护政策 ■ 最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更	■ 主要经营一种业务，其生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策及环境保护政策； ■ 最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更
其他要求	■ 发行人股权清晰 ■ 发行人具有完善的公司治理结构，相关机构和人员能够依法履行职责 ■ 发行人及其控股股东、实际控制人最近 3 年内不存在重大违法行为 ■ 发行人的董事、监事和高级管理人员最近 3 年内不存在违法行为	■ 同左

科创板		
指标类型	预计市值	其他要素
市值 + 盈利	≥10 亿元	2 年盈利且累计净利润≥5000 万元，或者 1 年盈利且收入≥1 亿元
市值 + 收入 + 研发投资占比	≥15 亿元	最近一年收入≥2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例≥15%
市值 + 收入 + 经营活动现金流	≥20 亿元	最近一年收入≥3 亿元，且最近三年经营活动现金流净额累计≥1 亿元
市值 + 收入	≥30 亿元	最近一年营业收入≥3 亿元
市值 + 技术优势	≥40 亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验。其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

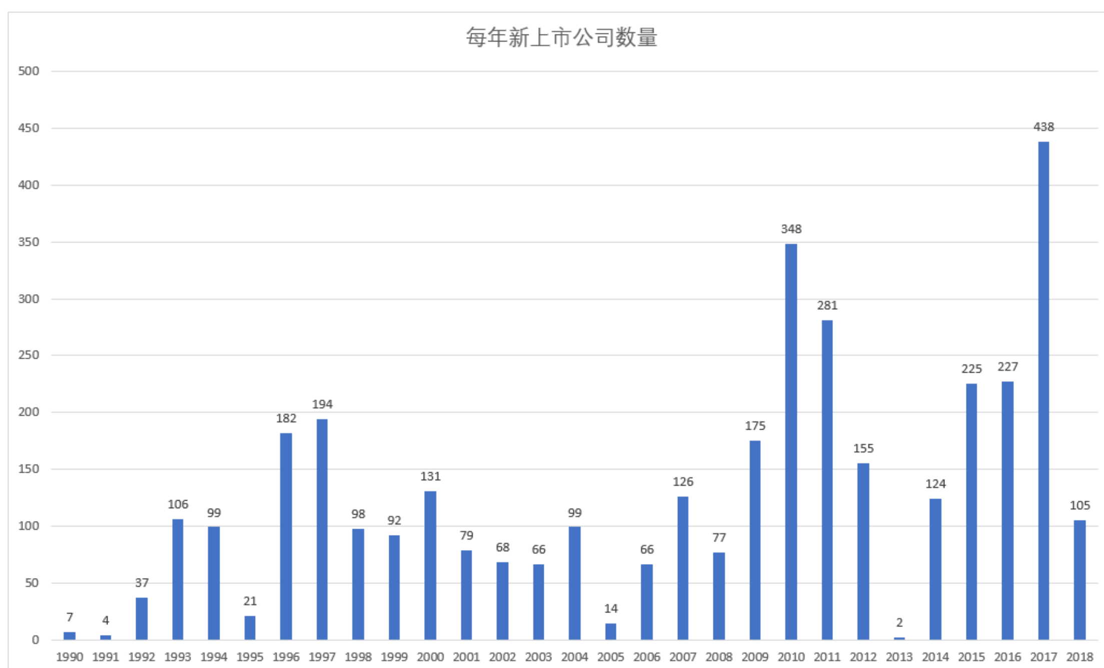
境内 IPO 审核流程



1990-2018 年沪深 A 股上市公司总数



1990-2018 年沪深 A 股每年新上市公司数量



四、新三板挂牌条件和现状

新三板分为基础层和创新层。截止 2018 年底，挂牌企业总数 10786 家，日成交额月 2.7 亿。新三板主要存在问题包括：

（1）新三板转 IPO 成功率低。2018 年 37 家新三板企业上会 IPO，成功率为 51%，低于市场整体过会率。

（2）整体流动性较弱。日整体成交额约 2.7 亿，个人合格投资者门槛过高。

（3）估值有限。2017 年年报超 50%企业扣非净利下滑，估值基础薄弱，流动性不足进一步拉低估值。

	基础层（非科创类公司）	创新层（科创类公司）
规模和存续期	■ 依法设立且持续经营 2 年以上	■ 依法设立且持续经营 2 年以上
盈利能力	■ 最近两年累计营收高于行业平均； ■ 最近两年营收连续增长，且复合增长率不低于 50%	■ 两年一期累计 1000 万元应收以上； ■ 或研发/培育期净资产 3000 万元以上；
主营业务	■ 主营明确，具有持续经营能力	■ 主营明确，具有持续经营能力
其他要	■ 公司治理机构健全，股权清晰，主办券商推荐并	■ 公司治理机构健全，股权清晰，主办券商推荐并持续

第二十章　番外篇-网友的一些问题

来自一些网友的问题及答复，谨慎参考。

一、跨行转投资容易吗，如何找到投资的工作？

当然很不容易。首先，你要找到一份投资工作，这并不容易找到，特别是好平台。建议通过关系，而不是公开渠道，这就考验你的人品、人脉的积累和运气了。没有关系怎么办？没关系，要想办法创造关系，付出努力和代价，解决问题。如果连这种关系都找不到，克服不了，以后如何拿项目？这说不通啊。

二、做投资的薪酬很高吗？

未必。顶级投行和 PE 机构，到了一定级别，确实高到天际。但剩下的，甚至偏低。你想想看，投资不确定极大，投到好项目是小概率事件。即使投中，平均 5-8 年才有收获，而且要公司肯分你钱。所以，在这之前，高薪酬是说不过去的。

甚至，一些知名投资平台，会用平台优势，压你的薪酬。因为是平台赋予你核心竞争力，而你看项目的能力只是基本功。

三、做投资很有前途吗？

未必。首先，投资就是一份普通的工作，是理财，仅此而已。其次，头部 5%的 PE，赚取行业 90%以上利润。所以，你能落到头部 5%的 PE 里吗？考虑到统计分布，你更有可能落入剩余 95%里，所以路途曲折是大概率事件。

四、什么是好的 PE 机构？

应该从两个维度看。

第一，从客户的角度看。能帮 LP（出资人）赚钱的机构，才是好机构，是竞争力最直接的体现。赚钱是硬道理。

第二，从你自己（从业人员）的角度看，能提供学习成长，足够多挑战，以及一定资源的平台。投资这个事，很多时候取决于平台本身，能否让投资经理成事。机构当然会评估投资经理是否足够胜任，但往往很少人会去评估机构是否具备好的土壤，让投资经理能施展才华。

五、投资从业人员的竞争力，有哪几方面？

主要看三个能力，至少也得具备一个。是否有募资能力、开发优质项目能力、或拥有良好退出渠道。另外，自己的口碑和信用很重要，这需要长期积累。

六、对应届毕业生的建议

如条件允许，建议毕业后应先去知名大型平台公司从事专业性更强的工作，把技术层面的基本功打扎实，例如财务、审计、律师、实体行业专家等。在这工作同时，也给你个人财富和社会资源打个基础。这三个基础都打好了，想明白了，再考虑是否进入投资行业。

除非是头部私募，否则强烈反对应届毕业生一开始就去私募，特别是小私募（重灾区是早期投资）。原因多方面：

1）做投资，尤其是一级市场投资，是非常拼技术专业，或强资源的。应届毕业生两者都不具备，所以应该从专业技术岗开始做起，并逐步积累资源。

2）小私募非常善变，公司合伙人的想法往往说变就变，导致从业人员难以适从，匹配性下降。

3）管理体系往往比较混乱，包括方法论体系都很不正规，路子比较野。

4）平台、资源、业务能力都会普遍不足。很多人有个误区，就是过分强调个人能力。事实上，时代机遇>平台资源>个人能力。平台优质，才能用个人能力去撬动，进一步放大平台和自己的价值。好的平台对个人综合能力也会有很大幅度的提高。但在不好的平台，要去扭转乾坤，是极其困难的，会让个人能力无法发挥，打很大的折扣。

5）资本市场总是趋向越来越有效的。这也意味着，从业人员的胜算越来越低，难度越来越大。从长期看，主动投资越来越难干过被动投资。

综上因素，强烈反对应届毕业生一开始就去私募，因为赔率太低，胜算太低。除非能赶上一波财富自由，而这是极小概率事件。最后你发现，做了几年啥都没有。要撤退发现技能不扎实，资源没有，个人财富很少，要撤退可不是容易的事情。大平台去小私募容易，小私募回大平台很难。

七、优质项目的来源

一般而言，项目根据质量优劣和瓜分顺序，依次为：1）行业内的专业人士，例如企业负责人、高管、监管机构、行业协会等，他们天然有获取最优质项目的眼光和条件；2）聚焦行业的专业投资机构；3）大基金；4）其他闲杂投资机构。

所以，如没有深厚的行业人脉资源，坐等财务顾问机构送上项目时，往往已经是挑剩下的项目。大多数情况下，好项目永远都是稀缺的，靠抢。

八、为什么要读书，可以发财吗？

首先，读书和发财之间，并没有直接或必然的联系。如果读书可以直接导致发财，那首富排名靠前的人，就是读书最多的几个人。这个问题问错了。当然，很多人这样想，这么提问的心情可以理解。因为，我国对成功追求的标准单一，讲究实用性。

就我的情况而言，读书有两个作用：1）在生活和工作中，做出更加明智的选择；2）尽可能避免愚蠢的，错误的，条件反射式的选择。其中，第二点甚至比第一点更重要，且更容易实现。因为，反过来想想，如果人一生中可以避免去做一些错误的，不合乎逻辑，不靠谱的事情，相信能过好一生的概率，已经极大的提升了。我在第六章 - 投资中的概率学中提过，要用好排除法，将排除法用到极致。

九、终身阅读、持续学习、自我进化的重要性

我们试着反过来想想，如何确保原地踏步，过的一年不如一年的一生？

方法很简单：1）毕业后即停止学习，吃老本；2）仅用单一思维模式或视角去看待事情，例如纯粹财务、或所谓“产业内经验”；特别当具备某些高级执照，如 CPA+CFA 而产生的优越感，仿佛掌握了宇宙真理；3）过度依赖直觉，一些“想当年”，或“记得我上次就是这样”的经验，而忽视统计数据、可重复践行并持续改良的方法论；4）过度依赖专家，领导，或一些所谓“很厉害的人”的意见，而没有自己的观点和判断；5）乐于结交行业领袖，幻想他们能“带兄弟们一把”，“多关照一下”。企图和他们吃几顿饭，就能起到父母口中“向他们多学着点”，或“很厉害”的招数。即使一般情况下，他们并非你亲身父母或终身配偶，甚至连“能第二天还能记得起名字的路人甲”都算不上。

介于此，我觉得还是通过阅读和持续学习更为可靠、坚实和低成本。当然，绝大多数人会低估这个简单的道理，及长期践行所带来的收益。这就是笔者为何在本手册中，还列了一长串书单，且持续更新中。而至于你的竞争对手，最好不要告诉或提醒此事。

最后，事实上在工作和生活中，我们很难举出所谓原地踏步的完美案例。事情要么就变的更美好，或变更糟糕。至少，你的年龄在变大，生命值在变小。

十、能向笔者咨询问题吗？

我非常希望能做到。但实际上，如大家都私信我各种问题，相信也不用工作了，会占据掉很多时间。

因为我也是这么过来的，我只写自己相信的东西。最后，送上一句英文谚语，我觉得挺好：God help those who help themselves。

十一、如何输掉财富和时间？

YC 孵化器曾做过研究，富人变穷的主要原因并不是放纵和吃喝玩乐，而是因为“糟糕的投资”。因为吃喝玩乐的花费总是有边界的，而且放纵久了也会腻。但投资是个无底洞，没有边界。一般而言，企业需要创造价值才能生存，但很多时候投资机构却是例外。所以，正直的机构投资人，更需要“致良知”，价值观需要高过技能。

时间的情况也类似。吃喝玩乐的时间有边界，多了会腻。最浪费时间的方式，就是做“无意义的工作”、“假装忙”。英文叫 fake work, pointless work。回忆下，你是否曾经为调整 PPT 的格式，为了让内容更为饱满，而搞了一个晚上，而会上每页 PPT 只是一眼而过，会后好像一次性餐具，再也没人用到？是否曾经在负责一个注定会失败，但仅仅是因为别人头脑发热，因为雇佣关系而不得不做的方案或项目？这种事情太多了。

十二、书单价值连城

手册中推荐的书单，价值连城。打个比方，如果本手册价值 100，减去书单的价值后，我认为顶多还剩下 5 分。学习手册而不看书单，学到的东西会非常流于表面，好像空中楼阁。

手册确实可以给大家节约很多摸索的时间，但也仅限于此，不宜期望过高。

十三、兴趣是核心驱动力

做投资，感兴趣很重要，是最核心驱动力。有兴趣的人，会因为得到一份好材料而感到如获至宝。没兴趣的人，会一只脚跨过去，好像瞎了一样。他们只是想早点下班，早点休息，按时领到工资罢了。长期如此，差距就出来了。

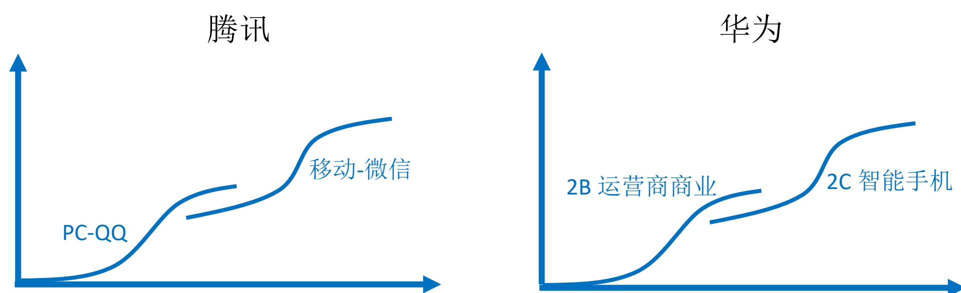
十四、我国三类企业的竞争力比较

许多国企做的生意是天然好赚钱，同时受益于行业审批和准入保护，多都处于良性有限度的竞争。同时由于
经营风险低，所以获得银行贷款更为便利，利率更低。

许多外企都拥有悠久的经营历史，成熟商业模式，渐进式微创新，管理更为规范，效率高。所以，即使处于充分竞争市场，拥有真正的核心竞争力，也能赚钱。

民营企业的问题在于，由于我国特殊商业环境，民营企业往往被迫处于过度饱和竞争的行业。天然好赚钱的买卖和民企无缘，这造成了辛苦却不赚钱的局面。确实由于华为、阿里、腾讯等极少数民营企业能脱颖而出，但也是万一挑一，极为罕见。

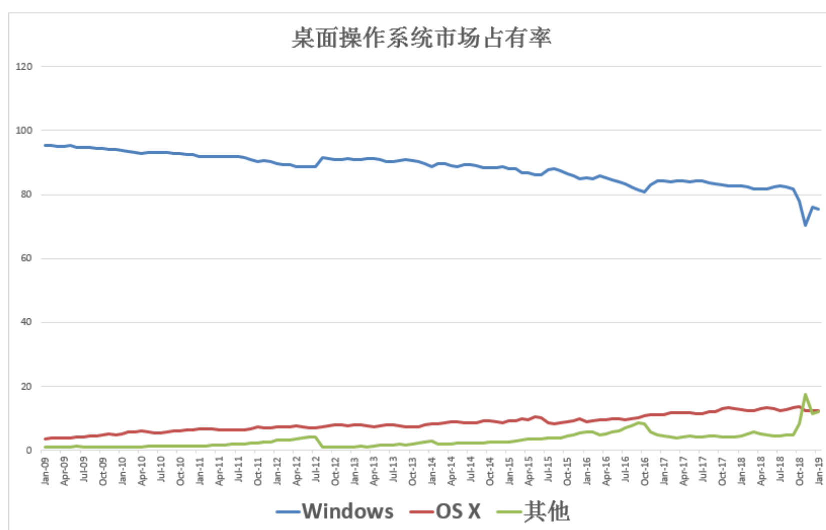
非连续性曲线

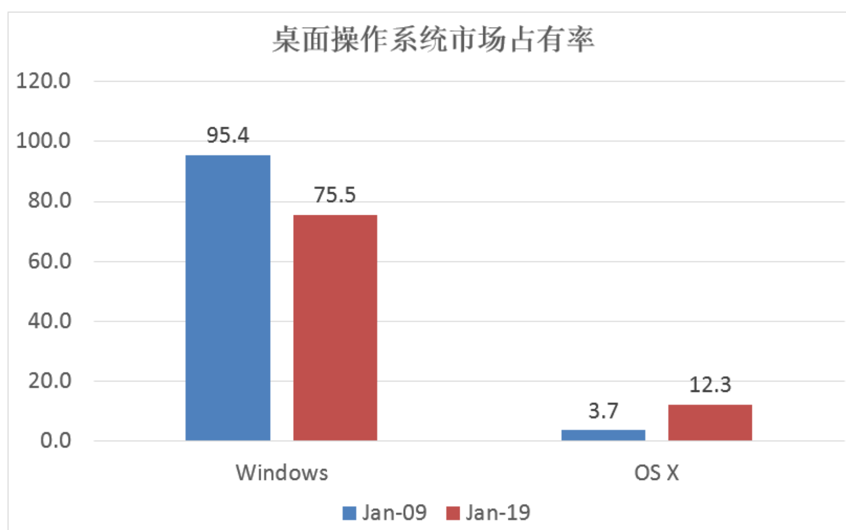


十五、根据用户需求来定义行业的边界，而非行业本身

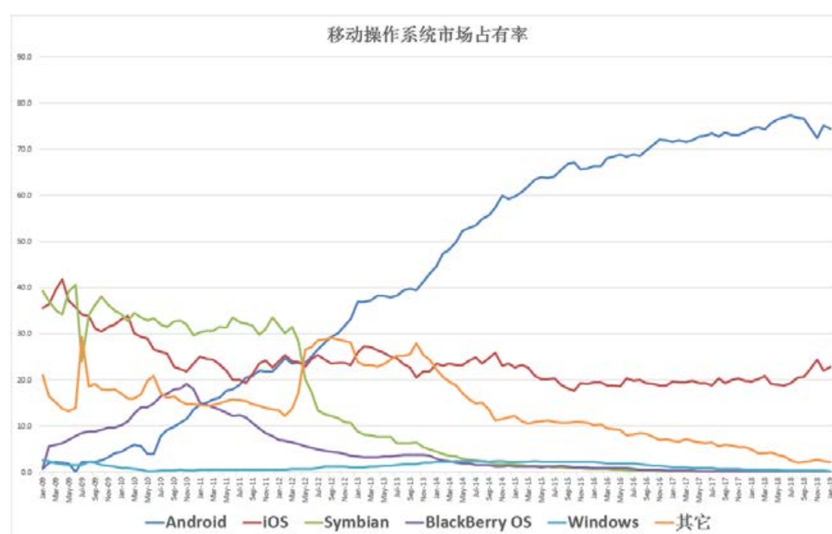
个人电脑诞生于 1975 年，最初是为满足两个基本的需求，第一是办公、第二是娱乐。微软 Windows 从 90 年代

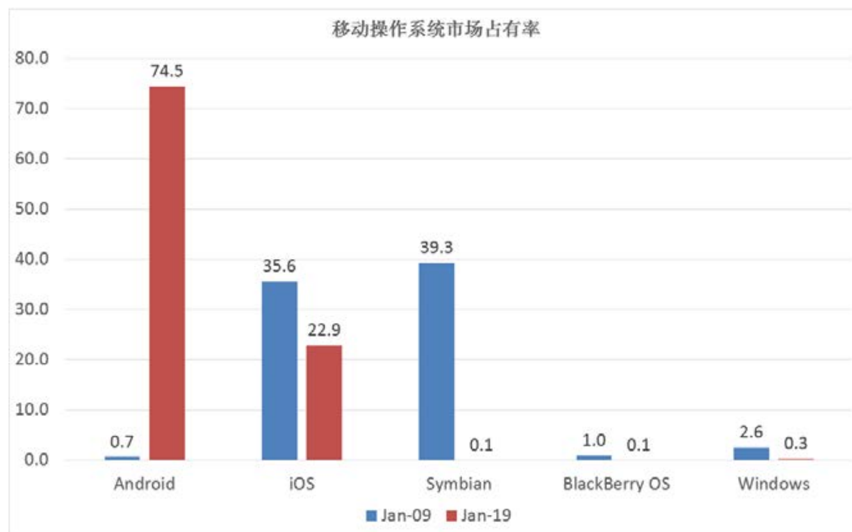
至今，都是最主流的桌面操作系统。如果单从“桌面操作系统”来定义，确实如此，巅峰时接近 95%，现在 75%。



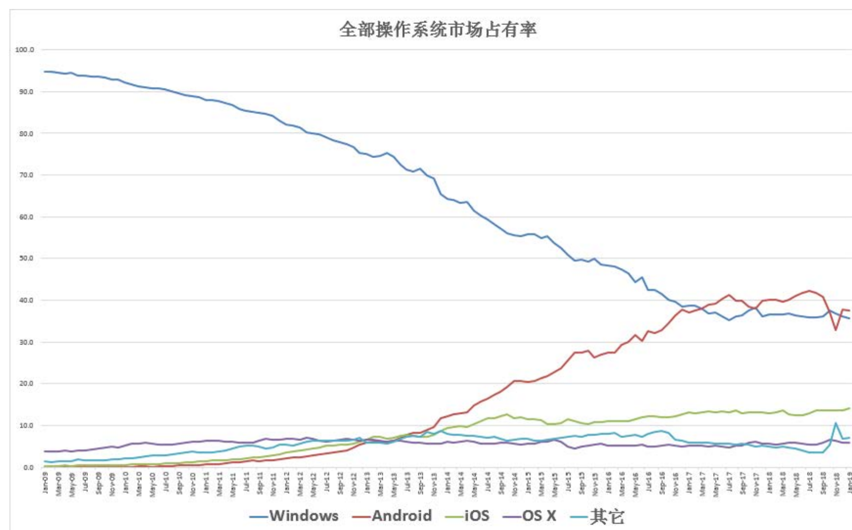


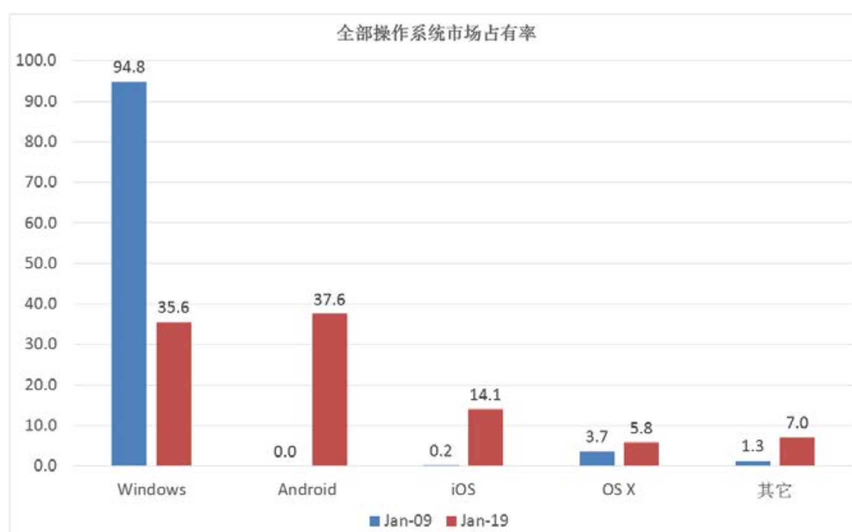
但从移动操作系统市场来定义，Windows 几乎为零。这似乎也没问题，毕竟微软主业是“桌面操作系统”，在相当长时间内，核心产品是基于桌面的 Windows 和 Office，他仍然是该边界内的霸主。





但把边界扩大为所有操作系统，包括个人电脑和智能手机。微软战略下滑原点从 2007 年出现 iPhone 及 iOS 就开始了，市占率是滞后指标，直到 2016 年才到达交叉点。毕竟，微软和谷歌、苹果都在用不同的方式，在满足同样的需求，第一是办公、第二是娱乐。





所以，更为明智的方法，是从用户需求的角度去定于行业，而非字面意义上的行业本身。需求还是那个需求，但行业可以不是那个行业。

这对分析师的投研能力，提出了更高的要求。对企业家而言，更需要持续创新。所谓企业的护城河，是产业内部及相邻产业的竞争。创新的本质是完全不同产品的竞争。当护城河遭遇重大技术和商业模式创新，护城河没用。

十六、向最优秀的团队学习

一个人最稀缺的资产是时间，要把有限生命用在现最优秀的企业和团队学习上。伯克希尔哈撒韦、亚马逊、软

银、谷歌等都是其中的风向标，同样，中国也有不少优秀企业。虽然普通人无法亲身接触，但至少也要阅读他们的历年年报，比平庸公司质量高很多，可以解读出行业趋势和管理层洞见。

相反，如经常垃圾堆里翻东西，只会让品位越来越差。更重要是，如果你失去了向优秀的人，向未来不断学习的机会，付出的成本是非常大的，这个成本既是机会成本，更是时间成本。

同样，从工作和交友中，尽量与优秀、值得敬佩的人在一起。如条件所限，无法接触到，但至少也要回避长

期与品行糟糕，没有底线，不靠谱的人打交道，这样可以一定程度上降低一生中不幸和失败的概率。

十七、什么是企业内在价值？

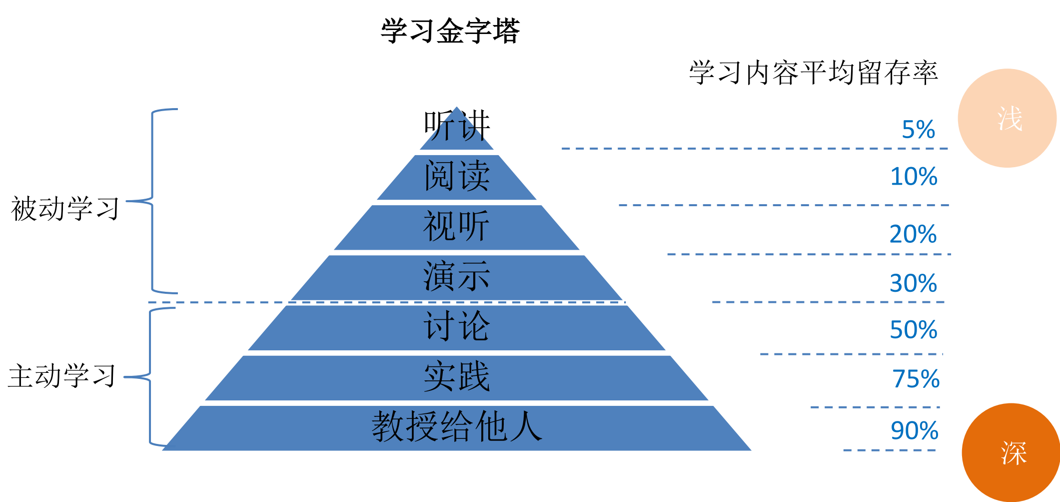
企业价值来自于稀缺性，以及创造收益和现金流的能力。我们资本市场有很多公司的估值高的吓人，但很多都不具备创造现金流的能力。在泡沫时期还 OK，高市值可能持续一段时间，但一旦碰到信贷收紧，市场偏好发生变化，就会被快速打回原形。部分福布斯富豪都是市盈率富豪。外表风光，内在其实千疮百孔。

十八、懂与不懂

不懂的人往往喜欢装懂，或以为自己很懂，并让别人觉得自己很懂。前者是骗，后者是无知。

真正懂的人，由于真的很懂，所以能知道自己并不太懂，并承认自己不懂。知道自己不懂需要智慧，承认自己不懂需要勇气。愿大家做一个有智慧和勇气的人。

十九、再论学习的几个层次？



二十、关于顺势而为的一则笑话

以前有一次搞活动，招待几个大佬嘉宾吃饭。大家轮流发言讲怎么成功和发财。最后有一个大佬讲了个故事说。从前有个电梯，里面坐了几个人，一个人不停地原地跑，一个人不停地做俯卧撑，还有一个不停地用头撞墙。

电梯到了顶楼后，里面主人问他们怎么上来的，一个说我跑上来的，一个说我做俯卧撑上来的，一个说我拿头撞墙上来的。

最后这个大佬说，电梯就是中国宏观经济的起飞，那三个人就是天天介绍成功经验的大佬们。

二十一、普世性与价值投资

法兰西帝国的缔造者拿破仑（Napoléon Bonaparte），当时的“战神”，一生中打了很多胜

仗，擅长教人如何打胜仗。

而同时期，克劳塞维茨（Carl von Clausewitz）是一个普鲁士军队少将，在工作中编写了《战争论 On War》，教人如何避免失败，避免打败仗。当然，克劳塞维茨没有任何名气，且过于穷困，生前并未完成出版。《战争论》是其妻子后来整理汇编的。

拿破仑的方法观赏性很强，因为大家都着急成功。但他的方法缺乏普世性。什么叫缺乏普世性？缺乏普世性的东西，有时有用，有时没用。以前有用，以后可能没用。自己有用，放到别人就未必有用。这好比股票投资中很多流派神秘的 K 线图分析法，或是摆放在机场高铁站各大书店门头的“成功学”系列书籍。

相比而言，克劳塞维茨的《On War》找到了战争中的更为根本性+普世性的原理。这些原理一点都不性感，但放到历史长河中，能经得起时间的考验。后来成为东西方政治和军事教育的奠基性文件。

这像极了巴菲特的原则 - 价值投资。价值投资就具备普世性。第一，它不会每时每刻有效，但长期下去会有效。第二，价值投资之所以有效，是因为有人不信（或不践行）价值投资。而这点恰恰是价值投资长期有效的根本和保证。

笔者点评：更通俗的说，是价值投资人在套非价值投资者的利。价值投资不是在教人如何成功，而是如何避免失败。

二十二、再论价值投资的难点

价值投资的道理非常简单。但在全球范围内，特别在我国践行是极其困难的。原因几方面。

第一，在心理层面，绝大多数投资者，不论是散户或机构，赌性很强，没有耐心。他们希望明天就有回报。一年都嫌长，更别说五年以上。他们看到别人有高回报就眼红，并据此改变

原先的预期，胃口变大。前脚声称是价值投资者，后脚马上就变投机。做一些自己并不真正明白的事。

Charles P. Kindleberger 说的好：“最令人心烦、最令人头痛的事，莫过于看到朋友发大财”（《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》）。所以，践行真正的价值投资，要么自己很有钱，用自己的钱做。要么找到价值观相匹配的客户。

第二，在行业竞争和职场层面，价值投资也极难有生存的土壤。由于投资者的心理需求是要短期见效。因此，对外，投资机构要迎合客户，最好短期就给客户赚到钱。否则很难募资，甚至提早撤资。对内，投资经理要迎合短期业绩考核，尽快出业绩。否则容易淘汰。这两者因素叠加，共同造成投资机构和投资经理的短视，先过好明天再说。

所以，找到真的价值投资机构是极其罕见的。如能参与其中，就是人生一大幸运。

二十三、成功投资的根本是要避免亏钱，而非赚钱

我们来做逻辑推理

逻辑 1：就总体而言，差公司数量肯定要比好公司要多。（意味着投资人碰到鬼的可能性远远>50%，想想 A 股吧）

逻辑 2：剔除差公司后，留下的好公司，其整体估值肯定会贵，至少大多数时候会比较贵。（意味着即使找到好

公司，由于估值太贵，投资收益回归到平庸水平，甚至亏损。）

逻辑 3：聪明 + 勤奋 + 且有资源的猎人（“金融从业人员”）太多，导致捕捉有价值的猎物更为困难。

基于逻辑 1 + 2 + 3 ，推演得出 - 对绝大多数投资人而已，胜算并不高，或是很低的。

所以，就长期而言，更为可行的方式，是转为“求存模式”。我们不再将首要目标设为“赚大钱”，而是转为“避免亏钱”。

笔者并非知名人士，你们也许不认可。但包括巴菲特，查理芒格，Jamie Dimon（JPMorgan CEO）在内的很多投资家，在许多书籍或公开场合，都多次提醒 - 不要亏钱。橡树投资 Howard Marks 说过 - 投资成功的诀窍是活下去，胜者为王。（注意：这些话最大的问题，就是太过于简单，太过于显而易见，显得没有任何技术含量。以至于绝大多数人会视而不见！）

所以，如上逻辑的现实意义是。一个好的猎人，他首先必须是一个好的风险控制官。

然而......

能想明白的人并不多。想明白后去做的人更少。而真去做的人，会因为世俗的企业考核机制，也许首先被干掉了，因为大家都很着急赚钱，时间不等人，短暂的考核周期要求猎人当年就出项目。这是一个关乎伦理的矛盾。可以联想下许多金融产品的销售人员，他们就面临更为现实的伦理问题。当人们购买绝大多数商品时一般都能用价格购买到价值，但当购买金融产品时，却可能是个例外。

大家回想看，为什么在有些年份，一级市场股权居然会比二级市场股票还贵？最后 F 轮的投资估值，会在企业上市后，反而跌回去 E 轮？这都是错误的激励机制引起的。

二十四、论个人投资理财

对有钱人，例如有 1 个亿，理财会更为容易，更为从容，因为基数足够大。建议采取更保守的方式，首要目标是不亏钱，其次是保值，最后才是增值。因为，第一、追求短期内目标将

1 亿变为 2 亿，人的幸福程度并不会增加 1 倍。但隐含的风险却让人非常焦虑。而从心理学看，如最后亏损 0.2 亿，心理上承受的痛苦，却相当于亏损 0.5 亿。第二、从身边很多实际案例看，有钱人变穷多是因为投资。投资风险确实挺大的，而有很多钱人会过于自信，高估了自己的智慧和运气。

对于刚参加工作，存款不多的人士（例如才 20 万不到），建议别浪费太多时间到理财上，因为基数太小。首先，应把时间和精力全部投入到工作，把工作做好做到位（最好能与自身兴趣结合），这才是正道。把钱投资到自己的持续教育上，到你的朋友和客户上。等到小有积蓄，尽早把首套房解决掉。等这些问题都基本解决了，如还有许多积蓄，再花更多精力到投资理财，争取被动收入。

对于非常年轻人士，也许能去承担更多风险。因为年轻的优势是，有时间补救。况且年轻时的钱一般就不多，自然也亏不到哪去。而所谓人的成长，更多是环境的压力造成，有些东西只有吃亏才能学到。

老年人投资要特别保守，因为时间有限，有些东西输不起。

注意，在任何情况下，都不要承受可能给生活带来灾难性，毁灭性打击的风险，即使看似回报巨大，失败概率很低。例如，把全家唯一一套房产抵押去炒股。在老年时，把所有储蓄去购买高息高风险的理财产品。查理芒格曾说过一个比喻：“如果有一把左轮手枪给你，装有 1 发子弹。朝自己开一枪，没事就给 100 万美元。这种赌局是不能参与的。因为赢了，你得到本来并不需要的东西。而输了却是无法承受的。”

就我自身而言，我会考虑拿 5-10%资产去做点不太靠谱的投资。亏了完全可以承受，没得到也能学到。赚到自然是开心，有乐趣。

最后，我国人民普遍赚钱心切。我认为，一个人的长期财富和积累，除去国运和自身运气外，是由一个人对别人有用的程度，被社会需要的程度而决定的。所以，要成为一个有益于社会，被社会需要的人，这是因。而财富最终的多寡是果。对因，有努力争取；对果，要顺其自

然，不能强求。

二十五、提高投资工作中的效率

商业本质是提供客户价值，同时还要有效率的提供价值。而投资作为一种专业性很强的工作，也必须注重和提高工作效率。日常投资工作中，募投管退研，事情很多很杂。笔者能想到，是尽可能把工作流程进行模板化作业，这包括工作流程、法律协议、行业研究&投资分析方法论、书写规范等，最终实现清单式的作业。

四大会计师事务所就是这样工作的，笔者认为这也同样适合于投资。把规矩都订好，节省下的时间，用在更有价值的地方，如开发项目、价值分析、谈判、投后等。

当然，要做到这点非常不容易。好处大家都懂，但具体去设计这套规则，执行好，且能持续优化的。至少在投资领域，是比较罕见的。如果能做好，长期坚持下来，多少都会带来复利效应。笔者的手册，介绍的就是一套清单式的投资作业流程。

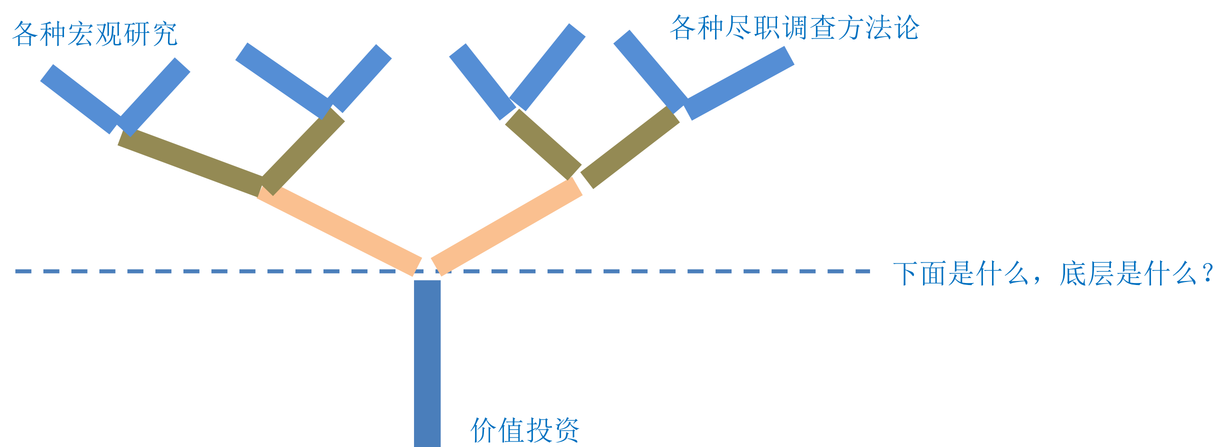
二十六、寻找投资中的第一性原理

古希腊哲学家亚里士多德开创性的创建逻辑学，并提出第一性原理。第一性原理是自确定的元起点，是所有其他逻辑模型的基石原理。就是“没有命题先与它”。找到第一性原理，也就找到了钥匙。

在每一具体学科都具有自己的普遍第一性原理。例如，达尔文在自然科学领域的第一性原理，是自然选择。欧几里得在数学领域的第一性原理，是几条最基本的，不言自明的数学公理。

同样，在投资领域，笔者认为也存在第一性原理。巴菲特的价值投资就是最为普世的代表。

笔者还未上岸，一直在路上。也在继续思考和寻找投资中的第一性原理，更为普世的思维模型。



二十七、还有什么要说的吗？

写的越多，错的必然就越多，普世性越差。此题无解，或成长才是解药。

亚里士多德说过："在用很少就可以完成的地方却用了很多是无谓的"。从第一版 18 页，到目前近 340 页，一直在写厚。但相信，唯有写薄，才能接近本真。还未上岸，一直在路上。